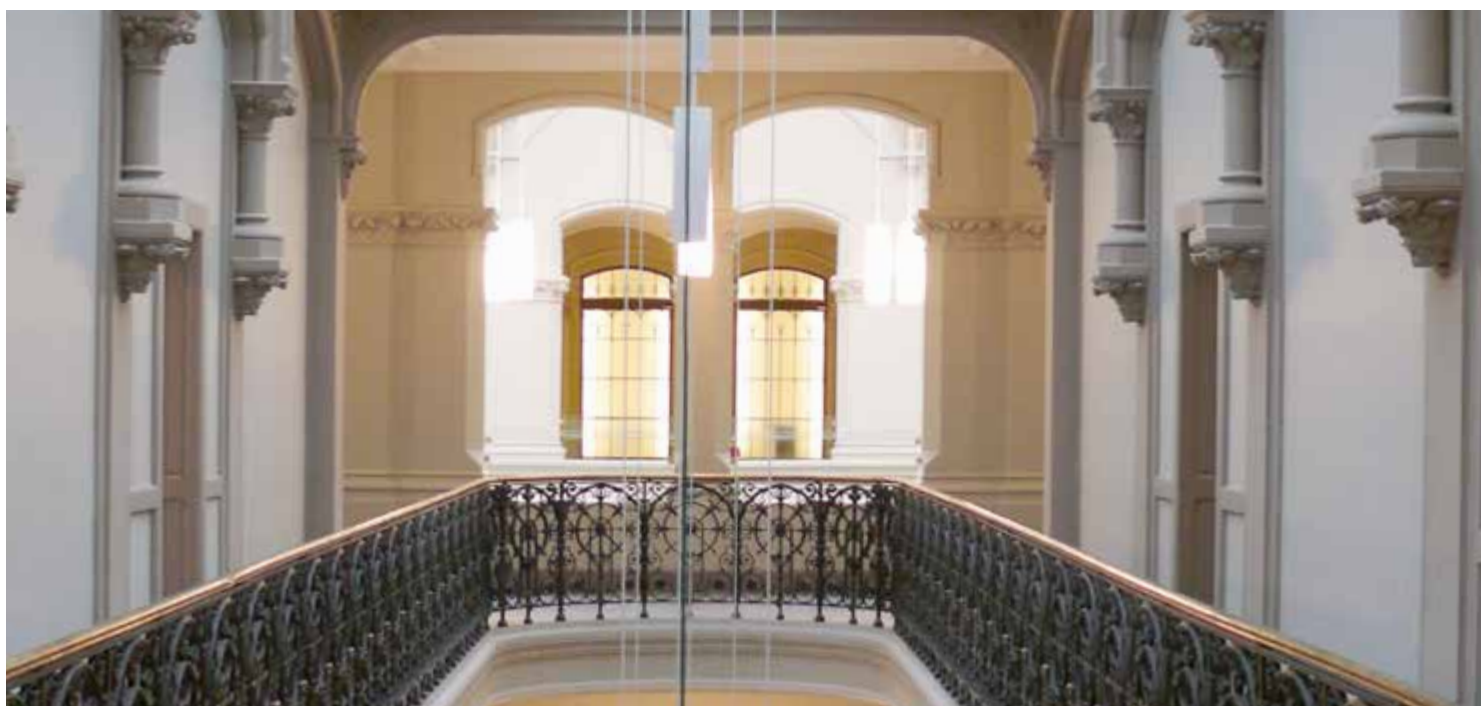


# Revue économique

Septembre 2013



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.  
La reproduction de cette publication, en tout ou en partie, à des fins  
éducatives et non commerciales est autorisée avec mention de la source.

ISSN 1372-3162

# Table des matières

L'ÉCONOMIE BELGE DANS LES CHAÎNES DE VALEUR AJOUTÉE MONDIALES	7
DÉCOUPLÉS ET RÉSILIENTS? LA TRANSFORMATION DU RÔLE DES PAYS ÉMERGENTS DANS UN MONDE INTERCONNECTÉ	23
STRUCTURE ET RÉPARTITION DU PATRIMOINE DES MÉNAGES: UNE ANALYSE MENÉE SUR LA BASE DE LA HFCS	43
CAUSES ET IMPLICATIONS DE LA FAIBLESSE DES TAUX D'INTÉRÊT SANS RISQUE	67
LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN BELGIQUE: ANALYSE SUR LA BASE DES TABLEAUX DES RESSOURCES ET EMPLOIS	95
SUMMARIES OF ARTICLES	123
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	127
SIGNES CONVENTIONNELS	129
Liste des abréviations	131

# L'économie belge dans les chaînes de valeur ajoutée mondiales

## Une analyse exploratoire

C. Duprez  
L. Dresse<sup>(\*)</sup>

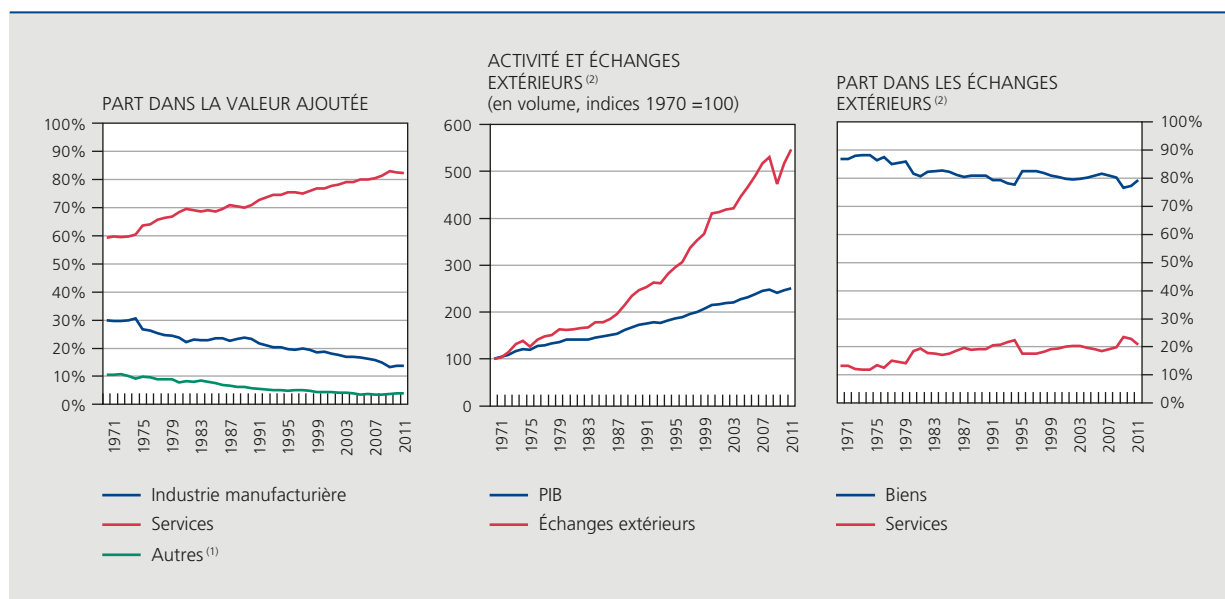
### Introduction

De manière générale, la structure de production et d'échange des économies avancées a été marquée par deux grandes tendances au cours des quatre dernières décennies. D'une part, l'importance de l'industrie

manufacturière s'est réduite, en termes tant d'emploi que de valeur ajoutée, en faveur des activités de services. D'autre part, les biens continuent d'occuper une place prépondérante dans les échanges internationaux. Ces derniers ont par ailleurs progressé à un rythme plus soutenu que l'activité. La Belgique n'a pas fait exception à ces évolutions. Ainsi, la part de l'industrie manufacturière dans l'emploi total a diminué de 20,1 points de

(\*) Les auteurs tiennent à remercier Carine Swartenbroeckx, Martine Druant, Jan De Mulder et Jean-Paul Duprez pour leur contribution.

GRAPHIQUE 1 LA POSITION CONTRASTÉE DE L'INDUSTRIE DANS L'ÉCONOMIE BELGE



Source : ICN.

(1) Sont incluses les branches de l'agriculture et de la pêche, de l'extraction, de la production et de la distribution d'électricité et de gaz, de l'eau, des eaux usées et des déchets. Il convient de noter que la construction est incluse dans les services.

(2) Moyenne des importations et des exportations de biens et de services.

pourcentage, retombant de 31,8 % en 1970 à 11,7 % en 2012, et celle de la valeur ajoutée nominale est revenue de 30 à 13,3 %. Dans le même temps, le volume des exportations et des importations a plus que quintuplé, tandis que le PIB n'a progressé que d'un facteur 2,5. Cette vive augmentation des échanges extérieurs n'est attribuable que dans une faible mesure à un essor des importations et des exportations de services<sup>(1)</sup>, la part des biens s'étant maintenue à environ 80 %.

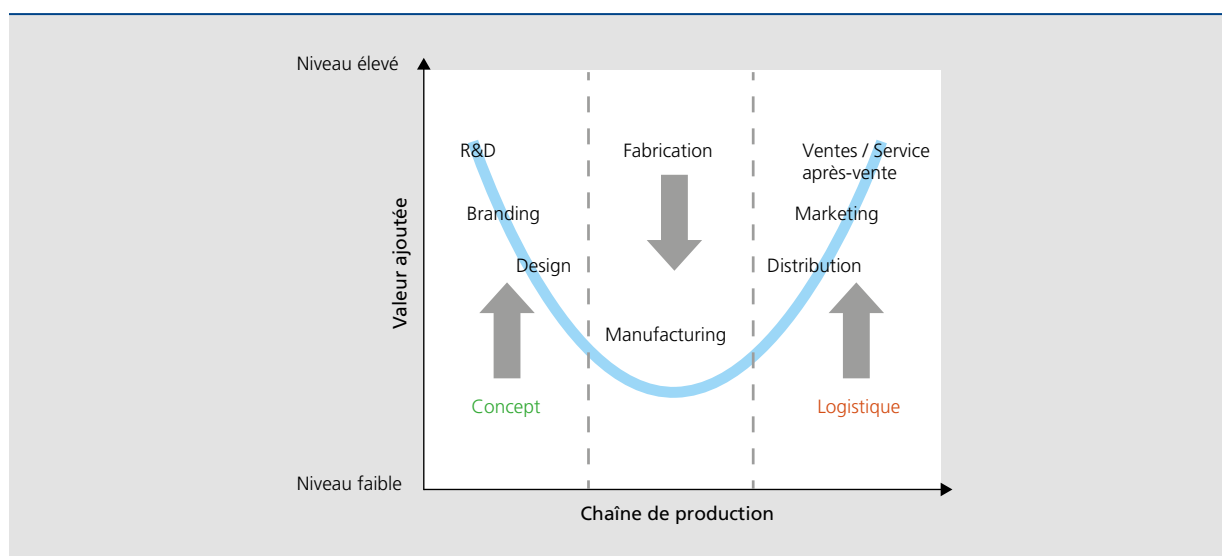
Considérés séparément, ce phénomène de désindustrialisation ou de tertiarisation de l'économie, d'un côté, et cette manifestation de la globalisation largement soutenue par l'industrie, de l'autre, peuvent sembler contradictoires. Pourtant, comme cela a amplement été démontré dans de nombreux rapports et articles, notamment dans la Revue économique<sup>(2)</sup>, ils ont largement été déterminés par un faisceau de facteurs communs de natures technologique et institutionnelle. En particulier, le développement des moyens de transport et d'échange d'informations et l'abaissement des barrières douanières ont facilité le commerce international. Dans les pays disposant d'une infrastructure portuaire d'envergure internationale, comme la Belgique, les flux de marchandises en transit se sont ainsi amplifiés. Par ailleurs, en offrant aux firmes un accès plus aisé à une vaste palette d'intrants intermédiaires en provenance de l'étranger<sup>(3)</sup>, l'intensification du commerce international a stimulé des gains de productivité dans l'industrie, permettant de libérer des facteurs de production pour développer les activités de services.

Les services ont quant à eux moins été soumis à ces forces. Les échanges internationaux de services se heurtent en effet à des entraves naturelles. À l'inverse des marchandises, qui peuvent être stockées, une proximité spatiale ou temporelle entre la prestation et la consommation de certains types de services est de rigueur. Des barrières administratives constituent également un obstacle à leur développement, une réglementation plus stricte étant d'ailleurs souhaitable dans les cas de position de monopole naturel ou de dimension de bien public qui caractérisent plusieurs pans des activités de services.

Certains services sont toutefois étroitement imbriqués dans la production et dans les échanges internationaux de biens industriels, à travers le processus de division internationale de la chaîne de création de valeur. Les progrès en matière d'information et de télécommunication ont à cet égard facilité la gestion à distance des processus de production et l'intégration de prestations de services, souvent de façon indirecte, dans la production industrielle. En 2010, la part de la valeur issue des branches de services s'élevait, au niveau mondial, à près de 40 % du montant total de produits industriels destinés à l'exportation. La *smiling curve* illustre cette tendance. Les services

- (1) En Belgique, les échanges internationaux de services concernent principalement les voyages, surtout du côté des importations, le transport et les services divers aux entreprises (Duprez, 2011).
- (2) Cf. notamment Robert et Dresse (2005) pour une analyse au niveau belge. Huwart et Verdier (2013) ont réalisé une étude très détaillée à l'échelle mondiale.
- (3) Un input intermédiaire est un bien ou un service utilisé dans le processus de production afin d'être transformé en output, ce dernier pouvant soit être destiné au marché domestique à des fins de consommation ou d'investissement, soit être exporté.

**GRAPHIQUE 2** IMPORTANCE DES SERVICES DANS LE PROCESSUS DE PRODUCTION : LA *SMILING CURVE*



Source : Acer's Stan Shih : Empowering Technology – Making Your Life Easier, in De Backer (2013).

en amont de la chaîne de production, à savoir la R&D, le *branding* et le design, ou ceux en aval, notamment la distribution, le marketing et la vente, constituent de nos jours une part substantielle de la valeur des produits industriels. Pour certains produits, et en particulier ceux de l'IT, cette importance s'est même sensiblement accrue au fil du temps.

Aujourd'hui, les firmes ont dans une large mesure recours à des inputs extérieurs, parfois importés, voire sous-traitent certaines activités. Cette tendance, qui se nourrit de la mondialisation et des gains de productivité autant qu'elle les renforce, reflète la dissociation des activités et tâches successives, chacune d'entre elles constituant un maillon propre de la chaîne de production. Au final, celle-ci se fragmente progressivement, s'organisant de façon parfois complexe en un réseau de relations internationales à la structure tantôt linéaire tantôt concentrique autour de nœuds de production (Baldwin et Venables, 2010).

Un exemple souvent cité pour illustrer ce phénomène est celui des produits Apple qui, comme l'indique parfois une mention sur le produit, sont conçus en Californie mais fabriqués en Chine. Le prix à l'exportation du produit quittant la Chine ne rétribue toutefois que dans une faible mesure l'entreprise chinoise d'assemblage, les pièces ou composantes provenant de Corée, du Japon, d'Allemagne, voire des États-Unis (Xing et Detert, 2010, Dedrick et al., 2010). D'autres exemples mettent également en lumière les réseaux complexes de relations entre les firmes. En 1996, IBM se retrouvait ainsi au centre d'une constellation de près d'un millier d'entreprises cotées. La chaîne de distribution de vêtements américaine Gap recourt quant à elle à environ 3 000 usines à travers le monde pour remplir ses rayons (Huwart et Verdier, 2013).

Au cœur de ces évolutions, les entreprises multinationales ont exploité au maximum les possibilités d'accroître leur efficacité à la production, en y associant une plus grande maîtrise des coûts. Profitant des avancées technologiques et économiques et des avantages comparatifs offerts par chaque site de production, elles ont pleinement participé au décloisonnement des chaînes de production au-delà des frontières nationales. La possibilité de localiser certaines phases de la production dans des pays où la législation fiscale, sociale ou environnementale est plus souple

a elle aussi contribué à ce mouvement. Enfin, l'émergence de nouvelles économies au potentiel de croissance prometteur a incité les multinationales à s'implanter dans toutes les régions du monde. Ces nouveaux gisements de production et de consommation ont également alimenté les flux de marchandises entre les maisons mères et leurs filiales à l'étranger, qui, en 2010, s'arrogeaient plus de 80 % du commerce mondial (CNUCED, 2013).

Si ces phénomènes sont connus depuis plusieurs années, il n'était jusqu'à présent pas possible d'en jauger l'étendue avec précision, faute d'outil statistique approprié. Les systèmes statistiques traditionnels couvrent de manière détaillée les flux internationaux de marchandises, à travers les données du commerce extérieur, ou les relations entre les branches d'activité au sein de l'économie, par l'intermédiaire des tableaux entrées-sorties (également appelés tableaux input-output), mais ils ne permettent guère d'identifier de manière intégrée la dimension internationale de ces relations. Cette carence est aujourd'hui en partie comblée par la publication de données sur les chaînes internationales de création de valeur. Certes, la méthodologie qui en encadre la compilation n'est pas complètement transparente et ces données encore récentes sont susceptibles d'être révisées. Toutefois, elles font apparaître des éléments qui aident à mieux comprendre la prévalence des biens dans le commerce international au regard de l'importance des services dans l'économie.

Pour ce faire, cet article présente et commente l'approche sous l'angle de la valeur ajoutée, sur fond de ces nouvelles statistiques. Après une description, à la section 1, des grandes lignes présidant à l'établissement de ces données, il situe l'économie belge dans la fragmentation internationale de la production. D'une part, la section 2 explique que cette place se caractérise par une spécificité propre, en l'occurrence le rôle de plaque tournante des flux de biens entre les économies européennes et le reste du monde. D'autre part, la section 3 illustre le degré d'imbrication des branches d'activité intérieures dans les chaînes de valeur ajoutée, en insistant tant sur l'industrie manufacturière que sur les services. Au-delà des enseignements qui se dégagent de cette utilisation exploratoire des nouvelles données, la conclusion présente des pistes potentielles de recherche et d'analyse pour le futur.

## 1. Un nouvel outil statistique : les chaînes internationales de valeur

Le souci de mieux comprendre la réalité des échanges extérieurs a suscité un vif intérêt pour le développement d'un outil statistique adapté. Parmi d'autres projets<sup>(1)</sup>, une nouvelle base de données sur les chaînes de valeur

(1) Parallèlement à celui de l'OCDE/OMC, il existe d'autres projets similaires de matrice input-output agrégée. La base de données de l'UNCTAD-Eora GVC reprend 187 pays, pour un nombre de branches dépendant du pays considéré, et couvre les années 1990 à 2010. Les Asian International I-O Tables développés par l'IDE-JETRO couvrent 76 branches dans dix pays asiatiques sur une base quinquennale à partir de 1975. Le projet de World Input-Output Database (WIOD), mené par un consortium d'institutions de recherche et financé par l'Union européenne, comprend les données pour 35 branches de 40 pays sur une base annuelle entre 1995 et 2009. Par ailleurs, de nombreuses recherches académiques s'appuient sur la base de données Global Trade Analysis Project (GTAP) qui a été constituée par la Purdue University et regroupe 57 branches de 129 pays pour les années 2004 et 2007.

a été élaborée conjointement par l'OCDE et l'OMC<sup>(1)</sup>. En pratique, celle-ci s'articule autour d'un tableau des entrées-sorties mondial. Pour parvenir à établir celui-ci, deux sources principales ont été exploitées. Les tableaux des ressources et des emplois<sup>(2)</sup> et les tableaux entrées-sorties<sup>(3)</sup> des différentes économies nationales couvertes ont ainsi été reliés entre eux à l'aide des données du commerce extérieur. Grâce aux deux premiers, il est possible de déterminer, pour chaque branche de chaque économie, les inputs intermédiaires utilisés dans la production. Les données du commerce extérieur détaillées par pays et par type de bien permettent quant à elles d'identifier les fournisseurs d'inputs intermédiaires (via les données d'importations) et les destinataires directs des produits exportés (via les données d'exportations). En consignait l'information pour l'ensemble des économies, les chaînes de production peuvent alors être reconstituées.

Cette imbrication de différentes sources de données, menée dans un cadre multi-pays de manière aussi cohérente que possible, permet d'approcher de manière plus pertinente le lien entre les échanges extérieurs et la valeur ajoutée générée au sein de chaque économie. Un exemple fictif simple en illustre la philosophie. Supposons que le pays A exporte 90 euros de biens et de services à destination du pays B. Ceux-ci y sont utilisés en tant qu'inputs pour la production, laquelle est à son tour exportée vers le pays C, pour un montant total de 100 euros.

Dans cet exemple simplifié illustré au graphique 3, les exportations mondiales s'élèvent à 190 euros (90 + 100), alors que la valeur ajoutée totale générée par la production des biens et des services échangés internationalement se monte à 100 euros (90 + 10). La différence provient du double comptage des inputs que A fournit à B, lesquels, une fois transformés, sont réexportés vers C. Sur la base des statistiques du commerce extérieur, le pays B est le plus gros exportateur, alors que sa part dans la création de valeur ajoutée des flux extérieurs mondiaux n'est que marginale.

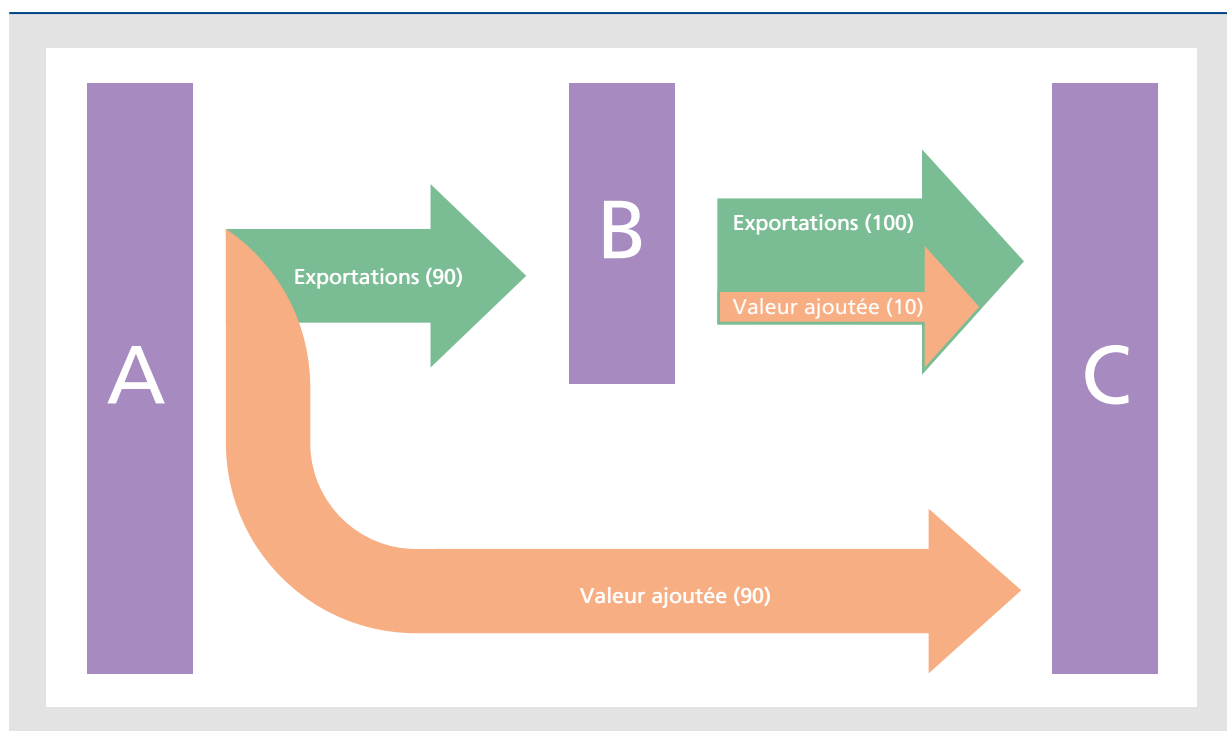
Il est toutefois intéressant de noter que les balances commerciales totales demeurent identiques, qu'elles soient évaluées en termes d'exportations nettes ou de valeur ajoutée nette. Le solde commercial représente en effet la production nette de la consommation, soit deux

(1) Pour plus de détails, cf. OCDE/OMC (2012).

(2) Les tableaux des ressources et des emplois, produits annuellement, fournissent une description détaillée des processus de production intérieurs et des transactions en produits de l'économie nationale par branche d'activité et par groupe de produits. Ils donnent un aperçu de la structure des coûts de production, du revenu généré lors du processus de production, des flux de biens et de services produits dans l'économie nationale et des flux de biens et de services de et vers l'étranger. Ils sont asymétriques, c'est-à-dire qu'ils associent des groupes de produits à des branches d'activité.

(3) Les tableaux entrées-sorties, produits en Belgique tous les cinq ans, offrent un aperçu détaillé de la production, de la structure des coûts, de la productivité, de l'utilisation des différents inputs dans la production et de l'interdépendance entre les branches d'activité. À la différence des tableaux des ressources et des emplois, les tableaux entrées-sorties sont symétriques, c'est-à-dire qu'ils associent soit des groupes de produits à des groupes de produits, soit des branches d'activité à des branches d'activité.

**GRAPHIQUE 3** MESURER LES ÉCHANGES INTERNATIONAUX SOUS L'ANGLE DE LA VALEUR AJOUTÉE



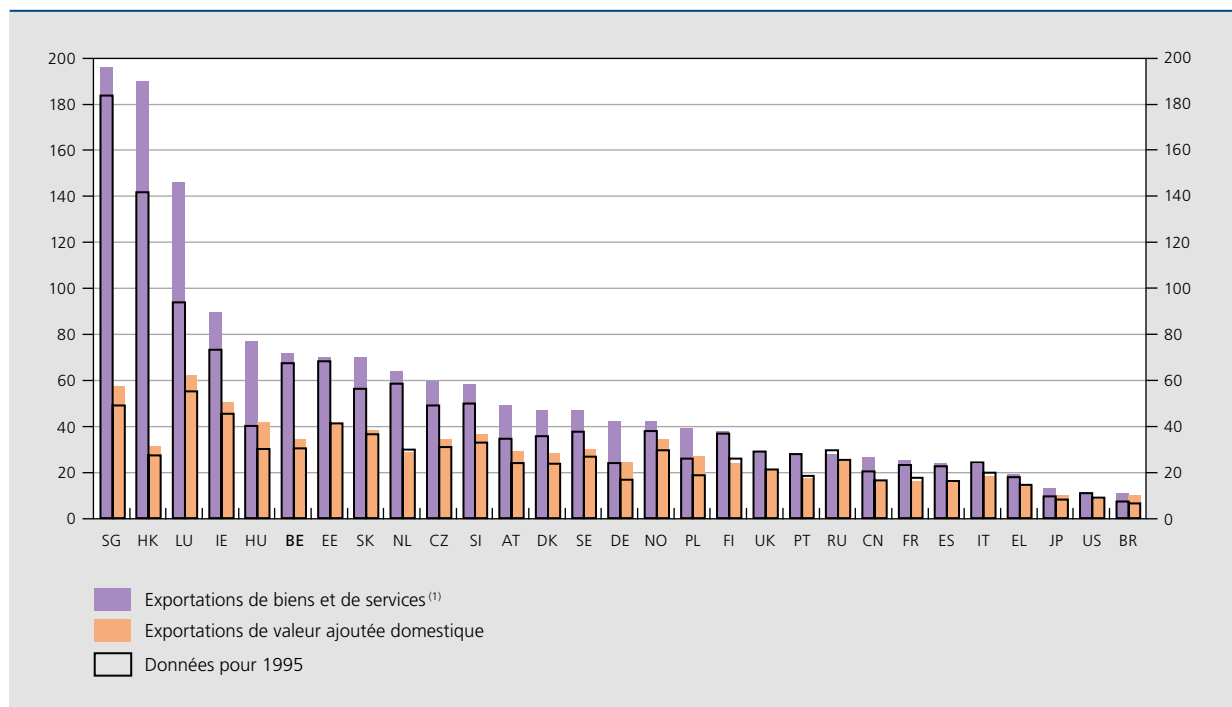
agrégats qui ne sont pas influencés par les réexportations. Ces soldes s'établissent à respectivement un surplus de 90 euros en A, un surplus de 10 euros en B et un déficit de 100 euros en C. Toutefois, les balances commerciales bilatérales, elles, diffèrent selon l'approche (Stehrer, 2012). En identifiant seulement le fournisseur direct, et non le fournisseur en amont de la chaîne de production, les données du commerce extérieur font apparaître un déficit commercial de C vis-à-vis de B de 100 euros, alors qu'en réalité le pays C consomme essentiellement de la production issue de A. Une évaluation sous l'angle de la valeur ajoutée révèle ce déficit de C à l'égard de A.

À titre illustratif, le passage de l'indicateur traditionnel rapportant les exportations au PIB à un indicateur d'importance de la valeur ajoutée intérieure exportée dans le PIB montre un resserrement significatif entre les pays, en termes de degré d'ouverture internationale. Le classement est également quelque peu bouleversé. Ainsi, parmi l'ensemble des 58 économies couvertes par les données de l'OCDE/OMC, dont seule une sélection est présentée au graphique 4, la Belgique se classe en 9<sup>e</sup> position selon l'indicateur des exportations et à la 18<sup>e</sup> place selon celui de la valeur ajoutée, avec des ratios s'établissant à respectivement 71,7 et 34,5 % du PIB en 2009.

Dans la version de mai 2013 de la base de données de l'OCDE/OMC, sur laquelle se fonde cet article, une série d'indicateurs sont disponibles publiquement, mais la base de données in extenso n'est pas accessible. Ces indicateurs portent sur les relations économiques entre 18 branches d'activité des 58 pays. Au total, cette base de données couvre plus de 90 % du commerce mondial et plus de 95 % du PIB mondial. Les données existent sur une base quinquennale à partir de 1995 et sur une base annuelle depuis 2008. Dans la mesure où l'ensemble des données nationales pour 2010 n'ont pas encore été publiées, les données les plus récentes portent sur 2009.

La suite de l'article s'appuie principalement sur ces données les plus récentes. Celles-ci ne semblent pas caractérisées par des facteurs conjoncturels spécifiques ayant pu amplifier de façon exceptionnelle les phénomènes mis en lumière. Comme le notent Foster-McGregor et Stehrer (2013), le contenu en valeur ajoutée étrangère des exportations a quelque peu baissé en 2009 par rapport à la période antérieure à la crise de 2008-2009. Entre 2009 et 2011, la situation semble s'être stabilisée, voire, pour certains pays, être revenue à des niveaux proches de ceux d'avant la crise. Par ailleurs, comme l'indique le graphique 4, la plupart des économies présentaient déjà

**GRAPHIQUE 4** MESURES DU DEGRÉ D'OUVERTURE INTERNATIONALE  
(en pourcentage du PIB, données de 2009, sauf mention contraire)



Sources: Banque mondiale, CE, OCDE, BNB.  
(1) Selon les données de la balance des paiements.



en 1995 des niveaux d'ouverture similaires à ceux de 2009, soulignant que l'intégration des économies n'est pas un phénomène récent.

L'approche sous l'angle de la valeur ajoutée a cependant quelques limites méthodologiques. En particulier, dans les données du commerce extérieur, les exportations recensées d'un pays X vers un pays Y correspondent rarement aux importations enregistrées par le pays Y en provenance du pays X. Cette asymétrie des données « miroir », où toutes deux reflètent un même flux, est une anomalie statistique qui complique la construction d'une matrice d'entrées-sorties mondiale. Elle oblige dès lors à effectuer des arbitrages qui peuvent s'avérer importants. Les vérifications qui ont pu être effectuées semblent toutefois montrer que ces arbitrages sont d'une ampleur limitée pour la Belgique, les valeurs issues de la base de données de l'OCDE/OMC correspondant aux statistiques disponibles dans les tableaux entrées-sorties et des ressources et des emplois de l'ICN. Ils peuvent toutefois être significatifs pour l'établissement des données de valeur ajoutée générée dans d'autres pays en amont ou en aval dans les chaînes de valeur. Par ailleurs, dans le cadre d'une analyse des tableaux entrées-sorties, il ne faut pas perdre de vue que chaque branche de l'économie est compilée de façon à représenter une firme moyenne appartenant à celle-ci. Dans la réalité, les firmes d'une même branche peuvent pourtant se caractériser par une forte hétérogénéité en matière d'emploi, de valeur ajoutée, d'utilisation des inputs, de destination des exportations, etc.

## 2. Les réexportations de marchandises

La fragmentation des processus de production au-delà des frontières crée un effet multiplicateur dans les échanges internationaux de marchandises. Celui-ci joue tout particulièrement lorsque les marchandises ne font que transiter par les territoires, sans impliquer d'activité de transformation. Ces importations suivies de réexportations sont d'une ampleur remarquable en Belgique. Elles font dès lors l'objet d'une attention spéciale lors de l'établissement des statistiques nationales.

Avec le port d'Anvers, notamment, la Belgique dispose en effet d'infrastructures d'envergure internationale, dont le rôle de porte d'entrée ou de sortie de marchandises dépasse de loin la dimension belge puisque celles-ci desservent une portion significative du marché européen. Les réexportations concernent les marchandises, celles de services étant vraisemblablement marginales et par ailleurs peu mesurées. Sur l'ensemble des marchandises pénétrant les frontières belges recensées dans les statistiques dites en concept communautaire, une part substantielle

sont destinées à la réexportation, sans subir la moindre transformation sur le territoire.

Dans les statistiques belges, une distinction est opérée en fonction du caractère résident ou non de la firme exerçant ces activités de réexportation. Un certain nombre de firmes étrangères, dotées d'un numéro de TVA en Belgique, effectuent des opérations de dédouanement des marchandises, avant de les expédier en dehors des frontières belges. Leur présence économique sur le territoire se réduisant à ce seul rôle, ces entreprises sont considérées comme des unités non résidentes dans le cadre de l'élaboration des statistiques belges, et à ce titre en sont exclues (ICN-BNB, 2009, 2012). Évaluées aux prix à l'importation<sup>(1)</sup>, la part du transit mené par des firmes non résidentes s'élevait en 2005 à 27,8 % de la valeur de l'ensemble des marchandises entrant sur le territoire belge.

Expurgées de ce commerce de transit non résident, les données d'importations de biens sont alors dites en concept national, dans la mesure où elles sont nécessairement le fait d'un résident. C'est ce concept qui est à la base des statistiques de la balance des paiements et des comptes nationaux belges. Certaines entreprises résidentes pratiquent cependant également des activités de réexportation de marchandises, dont la valeur estimée se montait en 2005 à 25,5 % des importations en concept communautaire, soit à 35,3 % de celles en concept national. Comme l'attestent ces pourcentages, les réexportations gonflent sensiblement les échanges internationaux de biens des pays qui, comme la Belgique, sont au carrefour de routes commerciales.

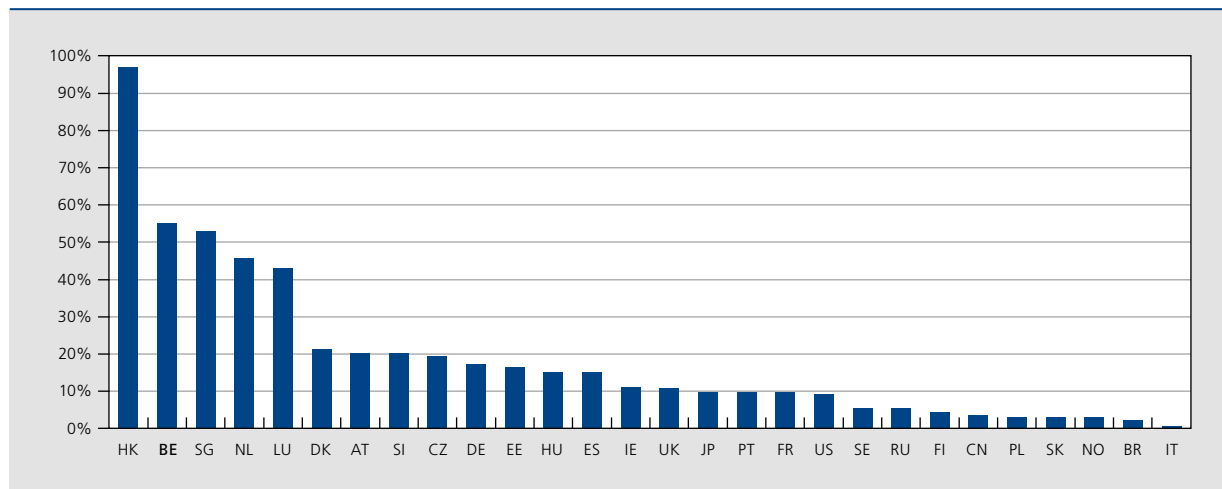
Même si elle est délicate dans la mesure où les données ne sont pas parfaitement comparables internationalement, une analyse de la situation des trois pays voisins, établie sur la base, notamment, des tableaux entrées-sorties, indique que les Pays-Bas sont également concernés par ces réexportations, celles-ci y ayant atteint plus de 55 % de la valeur des importations en concept communautaire en 2005. L'Allemagne enregistre également des réexportations, à environ 20 % des marchandises entrant sur le territoire, alors que la France, avec près de 11 %, semble moins concernée par ce phénomène<sup>(2)</sup>. Les données sur les chaînes de valeur de l'OCDE/OMC peuvent être exploitées pour obtenir une évaluation de ces flux pour un éventail plus large de pays. Sur la base de celles-ci, le graphique 5 fournit, à titre indicatif, la part estimée

(1) L'évaluation aux prix à l'importation élude la question délicate des marges commerciales réalisées lors des réexportations, dont une ventilation précise par type de flux n'est pas toujours disponible.

(2) Ces observations sont confirmées par l'importance relative des ports maritimes dans le commerce de marchandises (Mathys, 2013 ; Eurostat, 2013).

## GRAPHIQUE 5 IMPORTANCE DES RÉEXPORTATIONS DE MARCHANDISES

(part dans les exportations de biens selon le concept communautaire du commerce extérieur, données de 2009)



Sources : CNUCED, OCDE.

des réexportations dans les exportations totales de biens en 2009<sup>(1)</sup>.

Il est intéressant de noter qu'en général, les études des échanges extérieurs, et en particulier des exportations, menées par les institutions internationales ou par les centres de recherche académiques ou publics sont établies sur la base des données en concept communautaire, englobant dès lors la totalité des flux de réexportations, en ce compris ceux des non-résidents. Ces données sont en effet disponibles pour un grand nombre de pays, alors que l'établissement de statistiques selon le concept national constitue une particularité belge. En Belgique comme ailleurs, les marchandises importées destinées à la réexportation grossissent pourtant artificiellement les échanges extérieurs. Pour cette raison, mais aussi parce que ces réexportations répondent à des déterminants spécifiques, tels que la présence d'un port ou la localisation le long de routes commerciales, nous en ferons dès à présent abstraction dans l'analyse. Conformément au mode d'établissement des statistiques de chaînes de valeur, nous nous concentrerons dès lors exclusivement sur la production domestique destinée à l'exportation<sup>(2)</sup>. Pour la suite de l'article, il y a donc lieu d'entendre, par exportations

de biens et de services, celles issues de la production domestique, c'est-à-dire à l'exclusion des réexportations de marchandises.

### 3. La position des branches d'activité belges dans les chaînes de valeur mondiales

In fine, la participation des producteurs belges aux chaînes de valeur mondiales se mesure via l'importance de leurs exportations de biens et de services. Celles-ci reflètent en effet leur capacité de s'inscrire dans les processus de production globalisés, et ainsi de répondre à la demande des marchés de débouchés. Toutefois, la vision traditionnelle des exportations, selon laquelle la production domestique du pays exportateur satisfait une demande finale de consommation ou d'investissement dans le pays de destination, devient largement caduque. Aujourd'hui, il est difficile d'identifier l'origine des biens et services créés et leur destination finale en termes de demande. D'une part, en aval de la chaîne, les exportations peuvent être à leur tour réexportées vers des pays tiers, éventuellement après transformation. D'autre part, dans leurs activités de production, notamment celles destinées à l'exportation, les entreprises incorporent non seulement de la valeur ajoutée propre, grâce à l'apport de leurs facteurs de production, mais aussi des inputs domestiques issus d'autres branches de l'économie, ainsi que des inputs provenant de l'étranger<sup>(3)</sup>. Au niveau de l'entreprise, c'est la combinaison entre les inputs intermédiaires et les facteurs de production propres qui détermine sa compétitivité.

(1) Des divergences par rapport aux pourcentages calculés pour les pays limitrophes apparaissent. La méthode et les données utilisées sont en effet quelque peu différentes. Par ailleurs, l'évaluation a lieu du côté des exportations et pour l'année 2009. Les ordres de grandeur restent cependant globalement identiques.

(2) Les éventuels services de transport et de logistique prestés par des firmes nationales et les marges commerciales des résidents, qui sont réalisées lors des activités de réexportations, sont cependant inclus dans la production domestique à l'exportation.

(3) Les entreprises incorporent également des inputs provenant d'autres firmes appartenant à la même branche de l'économie. Ceux-ci ne sont toutefois pas mesurés dans les tableaux entrées-sorties, ni par conséquent dans les données sur les chaînes de valeur.

Ces différentes caractéristiques sont exposées dans cette section, sur la base des statistiques pour la Belgique issues de la base de données de l'OCDE/OMC. Cette première exploration des données pour la Belgique constitue un complément à celles présentées de manière générale dans des publications de l'OCDE (cf., notamment, De Backer et Miroudot, 2012) et de la CNUCED (2013). Elle illustre la position de la Belgique dans les chaînes de valeur, en fournissant une première identification des branches et des pays situés en amont et en aval des chaînes de production auxquelles prend part la Belgique. Trois questions spécifiques seront abordées ici dans une approche descriptive exploratoire, à savoir l'importance générale des importations dans la production à l'exportation de biens et de services, celle en particulier des activités de services pour les exportations manufacturières et, enfin, l'origine initiale des importations et la destination finale des exportations.

### 3.1 Le rôle des importations intermédiaires

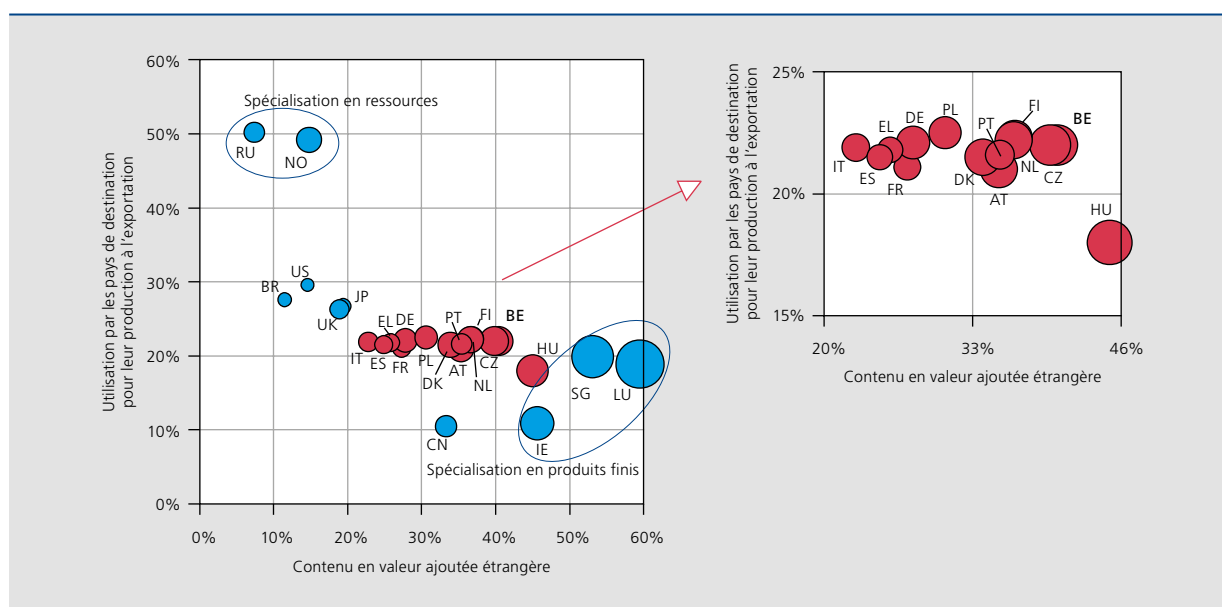
La production domestique destinée à l'exportation inclut, en Belgique comme dans de nombreux autres pays, une proportion significative d'importations intermédiaires. Au niveau mondial, la part de la valeur ajoutée étrangère dans les exportations, qui mesure l'importance des biens et services intermédiaires étrangers utilisés, atteint ainsi près de 28 % (CNUCED, 2013). Comme le suggère le

graphique 4, les économies qui intègrent proportionnellement moins de valeur ajoutée domestique dans leurs exportations sont les plus ouvertes. En corollaire, ces économies s'appuient davantage sur de la valeur ajoutée étrangère. Les biens et services intermédiaires étrangers utilisés dans la production viennent en effet gonfler les exportations de ces pays. Au graphique 6, il est donc naturel de retrouver les pays les plus ouverts, identifiés par une bulle de taille plus importante, dans la partie droite du graphique, qui reprend les pourcentages les plus élevés de part de valeur ajoutée étrangère incorporée dans les exportations de biens et de services.

Une grande part d'importations intermédiaires signifie en outre qu'un pays est plutôt situé en fin de chaîne de production. Dès lors, ces pays sont également en général ceux dont les exportations servent directement à la consommation finale de leurs destinataires, plutôt qu'elles ne consistent en inputs pour la production d'exportations de ces derniers (voir pour ce dernier indicateur Hummels et al., 2001). Ils sont donc situés dans le bas du graphique 6, leurs exportations ne servant que dans une faible proportion d'inputs intermédiaires pour une production étrangère destinée, à son tour, à l'exportation. Au final, un pays situé dans le cadran sud-est du graphique est en aval des chaînes de production, c'est-à-dire qu'il est proche du consommateur final. C'est le cas du Luxembourg et de l'Irlande, qui sont des producteurs

#### GRAPHIQUE 6 POSITION DANS LES CHAÎNES DE VALEUR

(part dans les exportations de biens et de services, données de 2008; la taille de la bulle est proportionnelle aux exportations de biens et de services exprimées en pourcentage du PIB)



Sources : Banque mondiale, CE, OCDE.

de biens et, surtout, de services, finaux. À l'inverse, les pays en amont des chaînes, soit principalement ceux qui détiennent les matières premières, sont localisés dans le cadran nord-ouest du graphique. La Russie et la Norvège, richement dotées en ressources énergétiques et en matières premières, sont naturellement des fournisseurs d'inputs intermédiaires et font peu appel à de la valeur ajoutée étrangère pour leur production.

Des spécificités propres à chaque économie influencent le degré de participation et la place dans les chaînes supranationales de création de valeur. Un petit pays compte en général davantage sur des inputs étrangers, ses ressources domestiques ne s'avérant pas toujours suffisantes pour garantir une palette complète de produits et de services intermédiaires. En outre, les pays disposant d'une infrastructure portuaire d'envergure internationale, à l'instar de Singapour, de la Belgique ou des Pays-Bas, introduisent aussi davantage d'inputs étrangers, en profitant de leur avantage comparatif en matière de coûts d'approvisionnement.

Un examen plus spécifique de la position de la Belgique par rapport aux pays présentant des caractéristiques similaires montre cependant que celle-ci s'appuie dans une relativement large mesure sur des inputs intermédiaires étrangers. Outre aux facteurs cités plus haut, ceci peut être dû à sa forte spécialisation dans des branches industrielles qui sont grandes consommatrices de matières premières. À leur tour, les exportations de la Belgique sont également situées dans un segment intermédiaire de la gamme de produits. Elles sont donc, comme dans ces pays comparables, utilisées comme inputs pour les exportations produites par d'autres économies.

### 3.2 L'importance des services pour les exportations industrielles

Lorsque l'on analyse plus finement les importations intermédiaires des différentes branches de l'économie belge, deux constats ressortent de façon significative. Le premier est que les exportations des branches de l'industrie manufacturière présentent le plus fort contenu en valeur ajoutée (VA) étrangère. Par rapport aux entreprises de services, les manufactures recourent dans une plus large mesure à des inputs intermédiaires importés. En moyenne, la part de ceux-ci dans le montant total exporté par l'industrie manufacturière s'élevait à 42 % en 2009. Cette forte dépendance à l'égard des biens et services étrangers

n'est pas propre à l'industrie belge; elle se retrouve de façon générale dans de nombreux autres pays (Johnson et Noguera, 2012).

En sus des 42 % venant de l'étranger, l'on peut relever que, en moyenne, 32 % de la valeur ajoutée totale incorporée dans les exportations de l'industrie proviennent de la branche directement concernée, tandis que 25 % sont issus d'autres branches de l'économie belge<sup>(1)</sup>. Même si ces pourcentages dépendent directement de la façon dont les branches sont définies et de leur degré d'agrégation, ils illustrent la fragmentation des chaînes de valeur à l'intérieur des frontières, à l'instar de celle au niveau international.

Le deuxième enseignement qui peut être tiré a trait à l'importance indirecte des services dans les exportations industrielles. En 2009, les inputs intermédiaires issus des branches de services représentaient près de 36 % de la valeur des exportations de l'industrie manufacturière, dont pratiquement la moitié en provenance de l'étranger. Les services constituent donc une composante essentielle de la production à l'exportation. À cet égard, ils participent aussi pleinement à la compétitivité extérieure de l'économie.

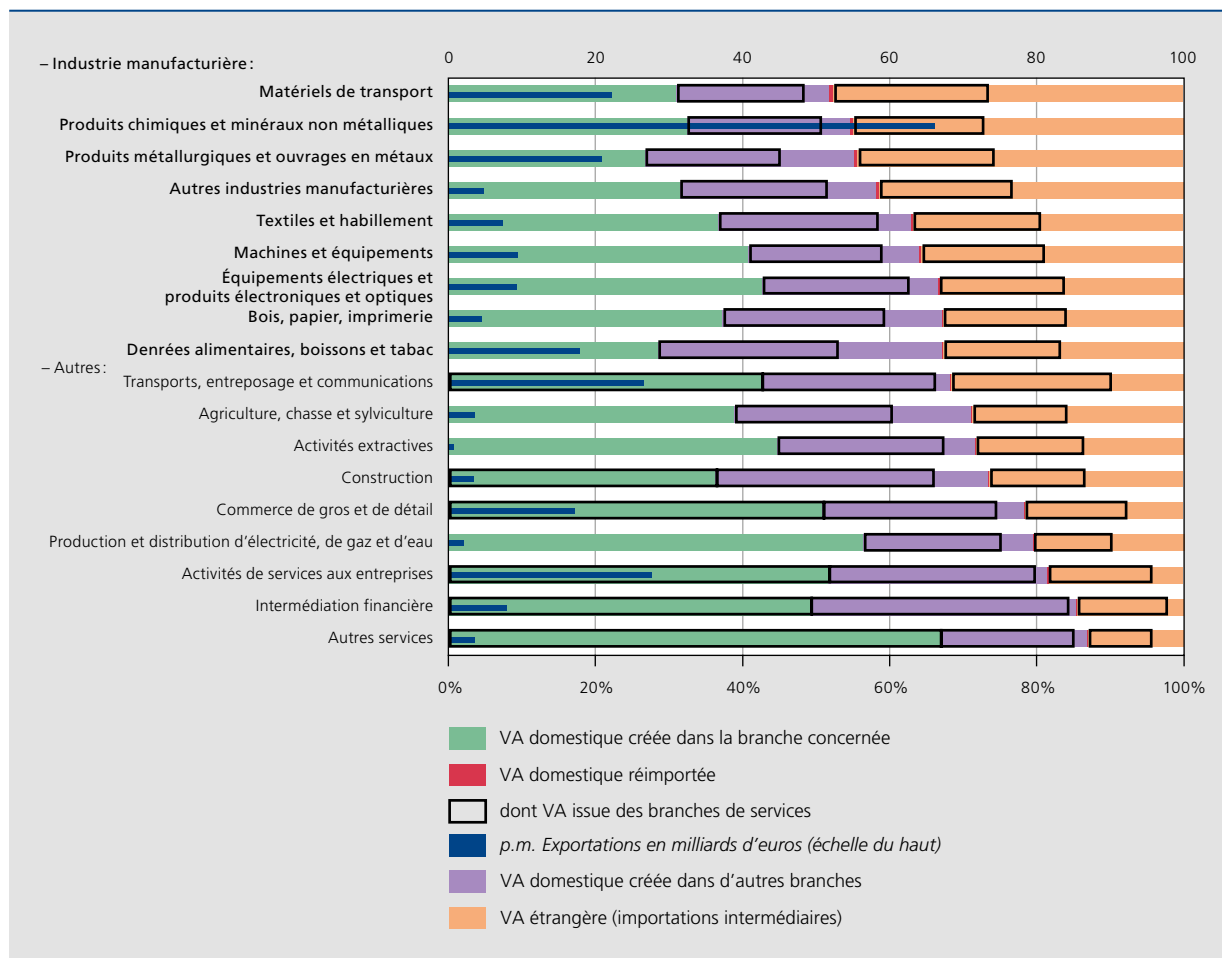
Ce recours à la sous-traitance pour les activités de services s'inscrit dans une tendance générale de spécialisation de l'activité, chaque entreprise se concentrant davantage sur ses métiers principaux et faisant appel à des fournisseurs extérieurs pour les autres inputs, en particulier les prestations de services connexes à l'activité industrielle. Cette évolution est également l'un des facteurs qui sous-tendent le mouvement de désindustrialisation, illustré au graphique 1. Alors qu'auparavant, divers types d'activités se rencontraient au sein même de la firme industrielle, une part importante de services ou d'activités liées est désormais externalisée. Cette situation s'observe dans la plupart des économies avancées, fût-ce à des degrés divers. Ainsi, en 2009, en France, les exportations industrielles intégraient 44 % de valeur ajoutée créée dans les branches de services, contre respectivement 38 et 35 % en Allemagne et aux Pays-Bas.

En Belgique, parmi la valeur des services intermédiaires utilisés par l'industrie manufacturière pour sa production destinée à l'exportation, 37 % ont été créés dans le commerce de gros et de détail (y compris l'horeca), 34 % dans les activités de services aux entreprises<sup>(2)</sup>, 16 % dans les transports, entreposage et communications, 7 % dans l'intermédiation financière et les quelque 6 % restants dans les autres branches de services. Ces proportions varient cependant quelque peu en fonction du caractère domestique ou non des services intermédiaires. Lorsqu'ils

(1) Le 1 % résiduel correspond aux inputs réimportés.  
(2) Immobilier et locations inclus.

## GRAPHIQUE 7 COMPOSANTES DE VALEUR AJOUTÉE PAR BRANCHE DE L'ÉCONOMIE

(données de 2009, pourcentages des exportations de la branche, sauf mention contraire)



Source : OCDE.

proviennent de l'étranger, la part des transports, entreposage et communications est plus élevée, alors que celles du commerce de gros et de détail sont plus faibles.

Au total, si les biens manufacturés continuent de représenter la part du lion des exportations, leur production intègre cependant une large combinaison d'intrants importés ou provenant d'autres branches d'activité de l'économie. Elle s'appuie dès lors sur de la valeur ajoutée générée directement par le travail et le capital mobilisés dans d'autres branches d'activité, en particulier celles de services. L'ensemble de ces facteurs concourt dès lors à la compétitivité extérieure des entreprises manufacturières.

(1) Pour les services, les données de la balance des paiements proposent également cette ventilation, bien que celle-ci soit établie sur la base d'une enquête auprès d'un échantillon limité de firmes.

### 3.3 La provenance initiale des intrants et la destination finale des exportations

Il est traditionnel d'aborder la question de l'origine des intrants ou de la destination des exportations de biens en se fondant sur les données du commerce extérieur<sup>(1)</sup>. Cette source définit le pays fournisseur direct, via les données d'importations. Contrairement à ces statistiques qui ne délivrent que le maillon précédent de la chaîne, les nouvelles données sur les chaînes de production révèlent l'ensemble des pays fournisseurs en amont. La participation de chacun de ceux-ci est quantifiée grâce au contenu en valeur ajoutée qu'ils ont successivement créé lors de la fabrication des intrants. De même, alors que les données traditionnelles d'exportations localisent les destinataires directs, c'est-à-dire le maillon suivant de la chaîne de production, l'analyse des chaînes de valeur détermine les pays de destination finale de la valeur ajoutée créée dans l'industrie

belge. En se référant au graphique 3, et en supposant que l'industrie belge constitue le bloc C, les données d'importations permettent d'identifier les 100 euros provenant de B, tandis que les données des chaînes de production permettent de retracer les 90 euros en provenance de A et les 10 euros issus de B. De même, grâce aux nouvelles statistiques, il est possible de savoir qui sont les consommateurs finaux de la valeur ajoutée exportée, c'est-à-dire ceux situés tout en aval de la chaîne de valeur. Avec une industrie belge incarnée par le bloc A au graphique 3, le pays C est ainsi désigné comme étant le consommateur final en lieu et place du pays B.

Le tableau 1 fournit une comparaison entre les données d'origine des inputs utilisés dans l'industrie belge et de destination finale de la valeur ajoutée créée en son sein, d'une part, et les statistiques du commerce extérieur, d'autre part. Il en ressort que l'Union européenne en général, et les pays limitrophes en particulier, perdent en importance relative. Ceci est dû au fait que les réexportations comptabilisées dans les exportations de biens sont expédiées vers les pays voisins, gonflant dès lors leur rôle en tant que débouchés pour l'économie belge. En outre, certains produits exportés par la Belgique vers, par exemple, l'Allemagne sont

transformés et ensuite réexportés vers des pays tiers. Au final, la zone euro et l'UE représentaient respectivement 48,1 et 64,6 % des exportations de valeur ajoutée industrielle belge en 2009, alors que leur poids direct dans les exportations était de respectivement 62,5 et 75,5 %. Du côté des importations, le rôle des Pays-Bas diminue significativement lorsque l'on passe des données d'échanges directes à celles de valeur ajoutée, ce pays constituant également un point de passage pour les inputs utilisés en Belgique, en particulier pour les produits énergétiques. À l'inverse, le Royaume-Uni, les États-Unis et différents pays asiatiques revêtent une importance plus prononcée en termes de débouchés pour l'industrie belge que ne l'indiquent à première vue les données du commerce extérieur. Même si la comparaison entre les deux jeux de données est délicate à plusieurs égards<sup>(1)</sup>, l'analyse permet d'établir que la valeur ajoutée créée dans l'industrie belge est exportée vers de multiples destinations. La cartographie au graphique 8 en donne une représentation plus détaillée.

(1) Les marchandises incluent des produits issus d'autres branches que la seule industrie manufacturière. En outre, la valeur ajoutée de l'industrie peut être exportée indirectement via des branches de services, même si cela semble marginal dans les statistiques.

**TABLEAU 1** ORIGINE DES INPUTS INTERMÉDIAIRES ET DESTINATION FINALE DES EXPORTATIONS  
(pourcentages, données de 2009)

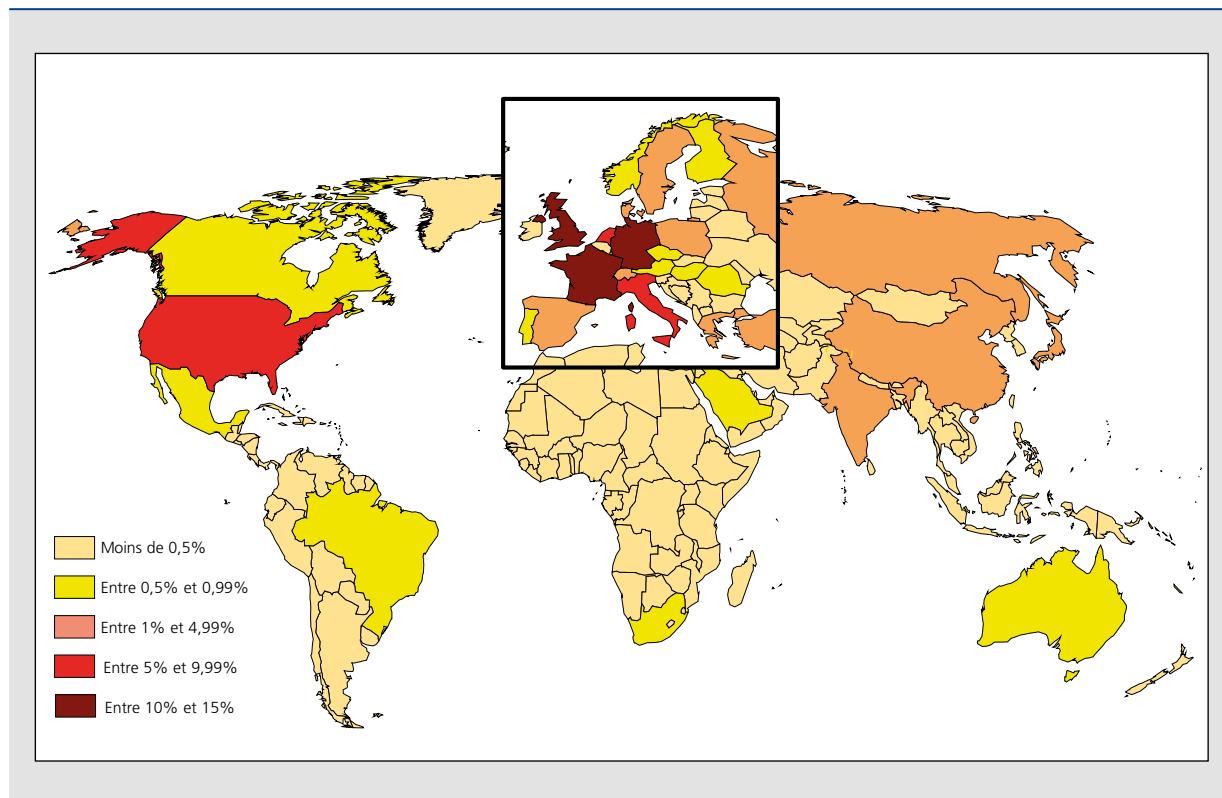
	En amont		En aval		
	Origine de la VA étrangère intégrée dans les exportations industrielles belges	<i>p.m.</i> Importations de biens <sup>(1)</sup>	Destination finale de la VA exportée par l'industrie belge	<i>p.m.</i> Exportations de biens <sup>(1)</sup>	<i>p.m.</i> Croissance potentielle annuelle entre 2013 et 2015
UE27 .....	60,7	74,4	64,6	75,5	1,2 <sup>(2)</sup>
Zone euro .....	48,9	63,0	48,1	62,5	0,9
Allemagne .....	13,0	16,7	10,1	16,8	1,2
France .....	9,9	13,1	14,6	18,1	1,5
Pays-Bas .....	11,8	22,7	5,5	13,7	1,4
Italie .....	3,7	3,4	7,6	4,2	0,0
Espagne .....	2,4	2,4	4,0	3,1	0,4
Royaume-Uni .....	6,3	6,0	10,0	7,1	1,7
Norvège .....	2,7	1,5	0,6	0,5	2,8
États-Unis .....	8,9	4,3	6,8	4,3	2,0
Russie .....	4,0	1,9	1,8	0,9	3,3
Chine .....	2,5	2,8	2,4	1,9	8,3
Japon .....	3,0	2,8	1,3	0,6	0,8
Inde .....	1,2	1,1	1,8	2,4	6,8
Reste du monde .....	17,0	11,1	20,7	13,9	3,9

Sources : OCDE, ICN.

(1) Selon le concept national.

(2) À l'exclusion de BG, CY, LT, LV, MT et RO.

**GRAPHIQUE 8 DESTINATIONS FINALES DES EXPORTATIONS DE VALEUR AJOUTÉE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE BELGE**  
(pourcentages, données de 2009)



Source : OCDE.

En tenant compte de la contribution, tant directe qu'indirecte, des exportateurs belges à la demande finale étrangère, le passage des données du commerce extérieur à celles de la valeur ajoutée exportée permet de rapprocher quelque peu la structure géographique des débouchés des poids relatifs des principaux pôles de croissance au niveau mondial. Certes, des facteurs de gravité, comme la proximité géographique ou l'appartenance à une zone monétaire et commerciale intégrée, expliquent que les économies proches demeurent prépondérantes (cf. Amador et al., 2013). Force est de constater que, pour la Belgique, le potentiel de croissance des économies voisines apparaît relativement faible au regard de celui d'autres zones économiques.

## Conclusions initiales et pistes d'analyse futures

Grâce à son approche intégrée, l'étude des chaînes mondiales de valeur ajoutée permet d'appréhender les phénomènes de globalisation et de tertiarisation de la structure d'activité des économies dans un cadre cohérent. En particulier, une première exploration des

données établies récemment par l'OCDE/OMC a permis de dégager quelques enseignements intéressants pour la Belgique. En voici les principaux :

- La prévalence des biens dans les échanges extérieurs est en partie due aux réexportations de marchandises. L'on peut évaluer la valeur de celles-ci à environ un tiers des importations de biens rapportées dans les comptes nationaux. La Belgique est particulièrement concernée par ce type de flux puisqu'elle dispose, avec le port d'Anvers, d'une porte d'entrée et de sortie principale du marché européen.
- Parmi la production domestique destinée à l'exportation, expurgée donc des importations réexportées, le contenu en valeur ajoutée étrangère, intégré via les importations d'inputs intermédiaires, est substantiel. Il avoisinait ainsi 40 % des exportations de l'industrie manufacturière belge en 2009.
- Les exportations issues de l'industrie manufacturière s'appuient également dans une large mesure sur des services intermédiaires, qu'ils soient domestiques ou étrangers, à hauteur d'environ 35 %. Les services sont donc indirectement intégrés dans les exportations de biens industriels. À cet égard, ils constituent

un enjeu essentiel de la compétitivité extérieure de l'économie.

- L'importance des pays européens en général, et des pays limitrophes en particulier, en termes de débouchés pour les exportations industrielles belges se doit d'être relativisée par rapport à l'image forgée à travers les données du commerce extérieur.

Certaines de ces conclusions confirment, en les chiffrant, des faits déjà connus ou supposés précédemment. Les premiers permettent de mieux concilier les deux prémisses du paradoxe sur la place de l'industrie dans l'économie, illustré au graphique 1, selon lequel la part des biens dans les échanges extérieurs atteint près de 80 %, tandis que les activités de services sont prédominantes dans l'économie. Conceptuellement, elles soulignent que l'interprétation économique des données d'exportations est entachée par un phénomène de multiple comptage, lorsqu'un même bien, ou un même composant incorporé dans un bien, traverse plusieurs fois des frontières (Koopman et al., 2012). D'autres enseignements constituent de nouveaux éclairages, notamment ceux relatifs à l'origine des inputs ou à la destination finale de la valeur ajoutée exportée. Au fur et à mesure que les données seront affinées ou que la période considérée et la couverture géographique seront étendues, de nouveaux enseignements pourront sans doute être tirés.

À cet égard, l'analyse des chaînes de valeur est un complément utile pour placer les études traditionnelles de performances à l'exportation ou de désindustrialisation dans une perspective plus large. Elle ne peut toutefois pas les remplacer, notamment parce qu'elle nécessite de mobiliser des systèmes complexes, étendus, et à ce stade pas nécessairement harmonisés, de données statistiques sur les chaînes de création de valeur. Les différentes sources disponibles utilisées pour établir un tableau entrées-sorties mondial ne sont en effet pas toujours cohérentes, ce qui amène des arbitrages statistiques pouvant s'avérer importants. Un travail minutieux de validation des données, par le biais d'une confrontation à l'ensemble des agrégats disponibles par ailleurs, serait donc un préalable souhaitable à toute utilisation de ces données à des fins de politique économique. En outre, les données sur les chaînes de valeur ne sont accessibles qu'après un délai de trois ou quatre ans, étant donné qu'elles dépendent de la disponibilité des statistiques de l'ensemble des économies couvertes. Ce retard réduit les perspectives d'utilisation de ces données en matière de suivi conjoncturel de l'économie. Enfin, la ventilation en branches d'activité n'est pas

très fine car, une fois encore, celle-ci est conditionnée par l'existence d'agrégats nationaux détaillés. Les données par type de biens du commerce extérieur et, dans une moindre mesure, celles par type de services de la balance des paiements demeurent donc des sources privilégiées d'informations détaillées. L'hétérogénéité des firmes, au sein même de certaines branches, constitue par ailleurs un plaidoyer pour poursuivre les analyses à partir des données individuelles des firmes.

En dépit de ces faiblesses et de ces limites, il est toutefois intéressant de considérer les perspectives en matière de recherche et d'analyse qu'ouvre cette nouvelle approche. À ce stade, plusieurs axes possibles semblent se dessiner.

Les données du tableau entrées-sorties mondial apportent un complément utile à celles issues du tableau national afin de dégager une vue globale du processus de production en Belgique, qu'elle soit destinée au marché domestique ou à l'exportation. La matrice input-output 2010 pour la Belgique, réalisée par le Bureau fédéral du plan, sera d'ailleurs mise à disposition dans les prochains mois.

La décomposition des chaînes de valeur permet de mieux retracer les interconnexions entre les économies. Cette information peut s'avérer utile pour mieux comprendre la transmission des chocs entre les économies. La propagation des chocs d'offre, qui ont lieu en amont de la chaîne, ou des chocs de demande, en aval de celle-ci, peut ainsi être mieux mesurée. Comme elle met en lumière l'effet multiplicateur des échanges extérieurs, l'exploitation de ces données fournit également une des explications de la chute brutale du commerce lors de la crise de 2008-2009 (Altomonte et al., 2012). Dans le cadre des exercices de prévisions économiques, ces données pourraient éventuellement donner lieu à une estimation plus fine des échanges extérieurs, à tout le moins en fournissant une meilleure évaluation des risques.

Avec la publication récente de ces nouvelles statistiques permettant une mesure alternative des flux d'échanges extérieurs, de nouveaux éléments apparaissent dans le cadre de l'analyse de la compétitivité. Des indicateurs alternatifs ou complémentaires à ceux existants pourraient ainsi être exploités. La part de valeur ajoutée dans les exportations mondiales pourrait utilement compléter les indicateurs existants de parts dans les exportations mondiales<sup>(1)</sup>. La spécialisation du secteur exportateur d'une économie pourrait être définie à l'aune des données de valeur ajoutée exportée (Koopman et al., 2010). La balance commerciale par type de produits pourrait être mise en concordance avec une balance commerciale de valeur ajoutée, mesurant les exportations de valeur ajoutée domestique au regard des importations

(1) La part des exportations d'un pays dans les exportations mondiales est l'un des indicateurs traditionnellement utilisés pour évaluer la compétitivité extérieure d'une économie. Elle a ainsi été retenue par la Commission européenne dans le cadre de son tableau de bord de surveillance des déséquilibres macroéconomiques.



de valeur ajoutée étrangère, et ce par branche de l'économie.

L'analyse des chaînes de valeur soulève également un certain nombre d'interrogations quant à la capacité d'une économie de capter les phases de la production intensives en valeur ajoutée et en main-d'œuvre. En l'absence de matières premières, et compte tenu notamment du niveau moyen élevé du capital humain, mais aussi du coût du travail, il s'agit vraisemblablement pour la Belgique de développer des outils technologiques et

une expertise reconnue pour attirer ou conserver les stades les plus techniques et les plus spécialisés de la chaîne de production. La question de savoir comment adapter le fonctionnement et la structure de l'économie, afin de lui permettre de tirer parti des mutations de l'environnement global, demeure cruciale. Sur la base d'une première analyse des chaînes de valeur ajoutée, il apparaît plus que jamais que cette problématique comporte de nombreuses facettes et qu'elle nécessite de prendre en compte de manière intégrée un vaste ensemble de dimensions.

## Bibliographie

Altomonte C., F. Di Mauro, G. Ottaviano, A. Rungi et V. Vicard (2012), *Global value chains during the great trade collapse: A bullwhip effect?*, Working Paper Series 1412, European Central Bank.

Amador J., R. Cappariello et R. Stehrer (2013), *Global value chains: A view from the euro area*, CompNet Working Paper.

Baldwin R. et A. Venables (2010), *Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy*, NBER Working Papers, No 16611.

CNUCED (2013), *Global value chains: Investment and trade for development*, World Investment Report 2013, Genève.

De Backer K. (2013), *OECD work on global value chains and trade in value added*, CompNet meeting, Dublin, 13 March 2013.

De Backer K. et S. Miroudot (2012), *Mapping global value chains*, OECD TAD/TC/WP/RD(2019)9, OECD.

Dedrick J., K.L. Kraemer et G. Linden (2010), *Who profits from innovation in global value chains? A study of the iPod and notebook PCs*, Industrial and Corporate Change 19(1), 81-116.

Duprez C. (2011), « Échanges internationaux de services: une contribution croissante au solde courant de la Belgique », *BNB, Revue économique*, décembre, 59-75.

Eurostat (2013), *Continued recovery in volume of goods handled in EU ports*, Statistics in focus, 7/2013.

Foster-McGregor N. et R. Stehrer (2013), *Value added content of trade: A comprehensive approach*, Economics Letters 120, 354-357.

Hummels D., J. Ishii et K.-M. Yi (2001), « The nature and growth of vertical specialization in world trade », *Journal of International Economics* 54(1), 75-96.

Huwart J. et L. Verdier (2013), *Economic globalisation: Origins and consequences*, OECD Insights, Éditions OCDE.

ICN-BNB (2012), *Statistique du commerce extérieur*, Bulletin mensuel (2012-06), 5-6.

ICN-BNB (2009), *Statistique du commerce extérieur*, Bulletin mensuel (2009-11), 5-31.

Johnson R. et G. Noguera (2012), « Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added », *Journal of International Economics* 86(2), 224-236.

Koopman R., W. Powers, Z. Wang et S.-J. Wei (2010), *Give credit where credit is due: Tracing value added in global production chains*, NBER Working Paper No 16426.

Koopman R., Z. Wang et S.-J. Wei (2012), *Tracing value added and double counting in gross exports*, NBER Working Paper No 18579.

Mathys C. (2013), *Importance économique des ports belges: ports maritimes flamands, complexe portuaire liégeois et port de Bruxelles – Rapport 2011*, NBB Working paper No 242.

OCDE-OMC (2012), *Trade in value-added: Concepts, methodologies and challenges*, Joint OECD-WTO Note.

Robert B. et L. Dresse (2005), « L'industrie belge en Belgique: évolutions passées et défis futurs », *BNB, Revue économique*, septembre, 7-46.

Stehrer R. (2012), *Trade in value added and the value added in trade*, WIIW Working Paper No 81, June.

Xing, Y. et N. Detert (2010), *How the iPhone widens the United States trade deficit with the People's Republic of China*, ABDI Working Paper Series No. 257, December.

# Découplés et résilients ? La transformation du rôle des pays émergents dans un monde interconnecté

Ch. Buelens<sup>(\*)</sup>

## Introduction

L'économie mondiale a traversé une phase de transition sans précédent au cours des deux ou trois dernières décennies. Cette période s'est caractérisée par une intégration accrue entre les économies, à la faveur d'une réduction des coûts de transport et de communication, mais aussi et surtout de l'importance croissante des pays émergents et en développement (PED), qui ont, dans l'ensemble, connu une croissance durablement plus vive que les pays avancés (PA)<sup>(1)</sup>. Leur gestion de la crise financière mondiale de 2008 a, de manière générale, étayé la forte impression qu'ils avaient laissée durant la période d'avant-crise. Ils n'ont certes pas été épargnés par l'incidence négative de la crise, mais ils s'en sont généralement remis beaucoup plus rapidement que les PA, même si toutes les régions ne se sont pas encore pleinement rétablies.

La présence croissante des PED à l'échelle mondiale a mécaniquement renforcé leur influence sur les variables économiques telles que la croissance mondiale, les prix et les flux commerciaux et financiers. Dans le même temps, elle a par ailleurs remodelé l'ordre économique mondial, conférant aux « pays émergents d'importance systémique » (Rana (2013)) un rôle accru sur le plan de la gouvernance économique mondiale, notamment dans le cadre du G20, et renforçant le dialogue et la coopération entre eux (par exemple à l'occasion des sommets annuels des BRIC).

Les résultats contrastés des PED et des PA sur le plan de la croissance ont, à maintes reprises, soulevé la question de la durabilité de la trajectoire de croissance élevée suivie

par les PED. L'attention s'est en particulier portée sur le découplage de leurs cycles conjoncturels par rapport à ceux des PA. Dans le même ordre d'idées, les bonnes performances des PED sous l'angle de la croissance ont également suscité un intérêt pour leur résilience, définie comme la capacité d'un pays d'entretenir des périodes de croissance et de minimiser la phase de la reprise à la suite d'un choc défavorable. Après avoir enduré plusieurs crises financières particulièrement sévères dans les années 1990, nombre de PED ont en effet revu leurs politiques et leurs institutions, décisions qui semblent s'être avérées payantes durant la crise récente.

Les PED pris dans leur ensemble affichent toutefois une hétérogénéité extrêmement marquée. Si le propos du présent article n'est pas de développer chaque pays individuellement, le rôle singulier de la Chine mérite néanmoins d'être d'emblée souligné, compte tenu de son poids et de ses performances de croissance impressionnantes, avec une croissance réelle de 10 % en moyenne par an depuis 1990. Alors que la Chine abrite un cinquième de la population mondiale, sa part dans le PIB mondial (en termes

(\*) L'auteur adresse ses remerciements à P. Butzen, A. Coleau, S. Cheliout, E. De Prest, W. Melyn et H. Zimmer pour leurs commentaires et suggestions. Les opinions exprimées dans le présent article, ainsi que toute erreur qu'il pourrait contenir, n'engagent que l'auteur.

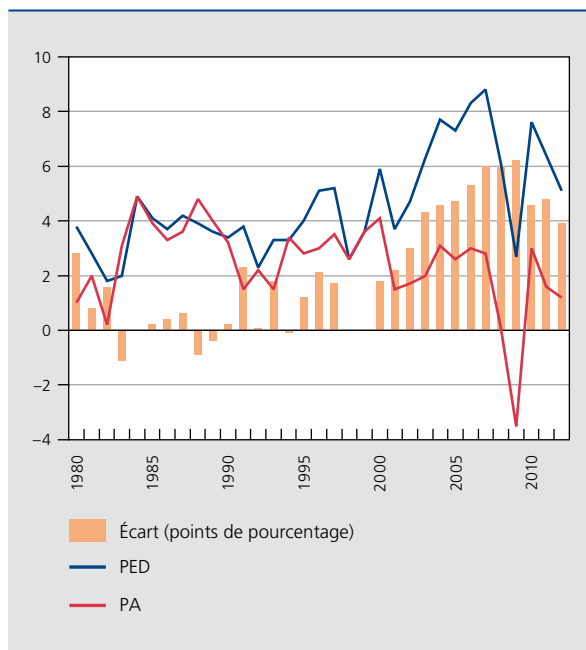
(1) Dans le cadre du présent article (et sauf mention contraire), nous utilisons la classification établie par le FMI (FMI (2013)). Il est essentiellement fait référence à l'agrégat large des pays émergents et en développement (PED), regroupant 153 pays, ainsi qu'aux différents agrégats régionaux le composant: Europe centrale et orientale (PECO, 14 pays); Communauté des États indépendants (CEI, 12); pays en développement d'Asie (PDA, 28); Amérique latine et Caraïbes (ALC, 32); Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN, 20); Moyen-Orient et Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MOANAP, 22); Afrique subsaharienne (ASS, 45). À noter que certains auteurs recourent à des classifications différentes (en établissant en particulier une distinction entre les pays émergents et les pays en développement) ou à des sous-groupes de ces dernières, ce qui peut nuire à la comparabilité de certaines statistiques. Les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) constituent, par ailleurs, l'un des regroupements de pays utilisés par de nombreux observateurs (et occasionnellement dans le présent article).

nominaux) est passée de 1,8 % en 1990 à 11,5 % en 2012, faisant désormais d'elle la deuxième économie au monde, et ce même si le niveau de vie y reste encore relativement faible. Une grande partie des conclusions générales relatives aux PED sont ainsi susceptibles d'être largement influencées par les évolutions économiques en Chine.

L'objectif de l'article est, dans un premier temps, d'illustrer comment l'importance croissante des PED dans l'économie mondiale et la multiplication de leurs liens avec d'autres parties du monde ont redessiné le paysage économique mondial. Dans un second temps, il examine la manière dont ces évolutions contribuent à un éventuel découplage par rapport aux PA ainsi que l'influence d'une plus grande résilience des PED sur ce processus. Le présent article examine donc les changements généraux apparus dans les cycles conjoncturels et les cadres de politique économique durant la décennie écoulée. L'article ne fait référence à des événements ou à des pays spécifiques qu'à titre d'illustration. De même, le présent article n'a pas vocation à analyser les tensions actuelles sur les marchés financiers, auxquelles plusieurs PED sont en butte, ou à se prononcer sur le débat animé concernant les options politiques et la coordination des politiques. Ces évolutions récentes étayaient toutefois ses conclusions, en particulier l'importance de fondamentaux solides et de cadres de politique économique adéquats. Les anticipations d'un arrêt progressif de l'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale ont en effet essentiellement mis sous pression les monnaies d'une série de PED présentant des fondamentaux plus faibles. Ce sont notamment les pays qui dépendent fortement du capital étranger pour financer un déficit considérable du compte courant, comme l'Inde, qui ont été touchés.

Le présent article se compose comme suit. Le chapitre 1 passe en revue les caractéristiques de la croissance des PED et de leurs régions sur un horizon de long terme et analyse l'influence qu'a eue sur eux la crise économique et financière mondiale de 2008. Le chapitre 2 étudie ensuite, à travers quelques exemples, les implications du poids accru des PED dans l'économie mondiale. À la lumière de leurs évolutions contrastées, le chapitre suivant évoque l'hypothèse d'un découplage du cycle conjoncturel des PED par rapport à celui des PA. Il aborde plus particulièrement la compatibilité entre la notion de découplage et les interconnexions croissantes entre les économies. Les bienfaits de l'intégration et l'exposition aux chocs apparaissant souvent comme les deux faces d'une seule et même pièce, chaque pays est amené à mettre en place les dispositifs nécessaires afin de maximiser les avantages de l'intégration tout en réduisant la fréquence ou le potentiel perturbateur des chocs. Cette réflexion nous amène

**GRAPHIQUE 1** CROISSANCE DU PIB EN VOLUME DANS LES PED ET DANS LES PA  
(pourcentages)



Source : FMI.

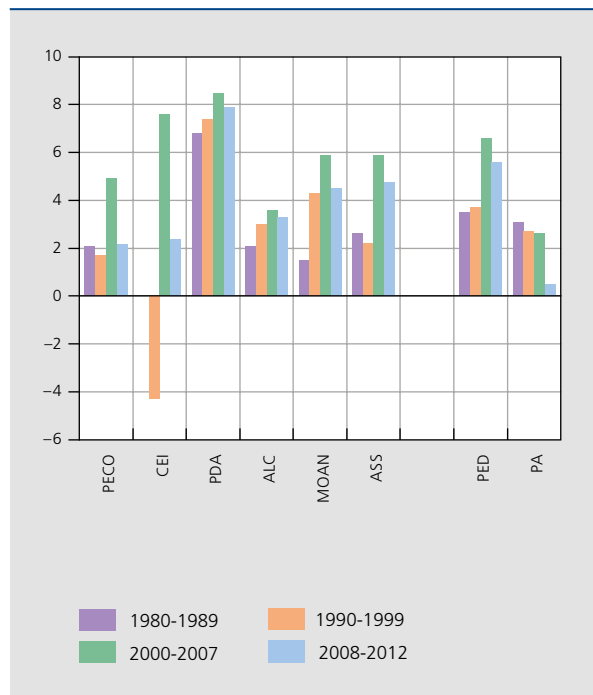
enfin au concept de résilience, analysé plus en détail au chapitre 4.

## 1. Les profils de croissance jusqu'à la grande récession

### 1.1 Divergences de profils de croissance entre les PED et les PA

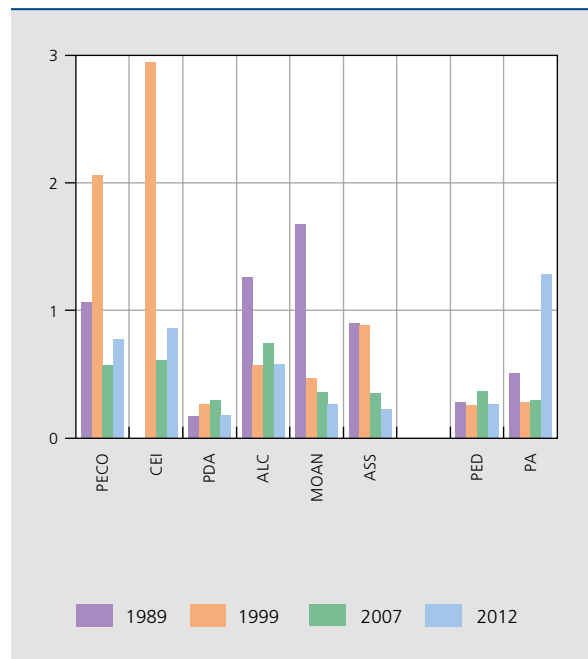
Les écarts de croissance entre les PED, d'une part, et les PA, d'autre part, ont été relativement contenus durant les années 1980. Si l'écart de croissance moyen s'est creusé, passant de 0,4 à 0,9 point de pourcentage en faveur des PED au cours de la décennie suivante, il n'est toutefois pas resté stable et a occasionnellement encore alterné entre les deux groupes. C'est à partir de 2000 que la croissance réelle dans les PED a commencé à être sensiblement et durablement supérieure à celle des PA (cf. graphique 1) : l'élargissement de l'écart de croissance est le résultat non seulement de l'accélération de la croissance dans les PED, cette dernière atteignant 6,2 % par an en moyenne entre 2000 et 2012 (en hausse de 2,5 points de pourcentage par rapport aux années 1990), mais aussi du ralentissement de l'activité dans les PA, où la croissance s'est établie à 1,8 % en moyenne au cours de cette même période

**GRAPHIQUE 2 CROISSANCE DU PIB EN VOLUME PAR RÉGION**  
(moyennes annuelles, pourcentages)



Source : FMI.

**GRAPHIQUE 3 VOLATILITÉ DE LA CROISSANCE PAR RÉGION**  
(coefficient de variation)



Source : FMI.

Note : Il s'agit du coefficient de variation au cours de la période de dix ans se terminant lors de l'année considérée.

(en baisse de 0,9 point de pourcentage par rapport aux années 1990).

L'agrégat relatif aux PED masque bien évidemment une forte hétérogénéité entre les régions et les pays qui en font partie<sup>(1)</sup>. Comme le montre le graphique 2, les profils de croissance ont été assez contrastés d'une région à l'autre. Au cours des trois décennies considérées ici, l'Asie en développement s'est particulièrement démarquée, affichant une croissance rapide et régulière (temporairement interrompue par la crise asiatique de 1997), la Chine et l'Inde se positionnant en tête avec des taux de croissance moyens de respectivement 10 et 6%. En 2012, la production chinoise a représenté plus du triple de celle de 2000 et près de neuf fois celle de 1990<sup>(2)</sup>. Dans les autres régions, l'expansion a été plus lente et généralement plus inégale : dans les pays de la CEI, la croissance n'a véritablement décollé que dans les années 2000, portée par les prix élevés des matières premières. La Russie, dont l'économie s'était contractée d'en moyenne 5,1% par an au cours de la décennie de transition des années 1990, n'a renoué avec son niveau de production de 1990 que dans le courant de 2007, après avoir affiché une croissance annuelle moyenne de 5,2% à partir de 2000. Dans le même temps, l'entrée dans le nouveau millénaire a été synonyme de forte accélération de la croissance en

Afrique subsaharienne, à la faveur d'une forte demande de ses ressources naturelles. Cela dit, nonobstant ces différences de rythme, le raffermissement de la croissance depuis 2000 constitue un phénomène commun à toutes les régions des PED.

Les profils de croissance des PED se sont par ailleurs lissés au cours des deux dernières décennies, alors que par le passé ils étaient généralement irréguliers et capricieux. Ainsi, au cours de la première décennie du XXI<sup>e</sup> siècle, les PED ont été en expansion 80% du temps – soit le pourcentage le plus élevé enregistré, et par ailleurs supérieur à celui des PA. Ceci est la conséquence tant d'une hausse de la croissance tendancielle que d'une baisse de la variabilité de la croissance (FMI (2012)), qui sont le reflet d'une meilleure résilience, comme le montre le chapitre 4. De fait, la volatilité s'est, de manière générale, réduite entre les années 1990 et 2007, qu'il s'agisse des agrégats régionaux (cf. graphique 3) ou des pays individuels.

(1) Compte tenu de la taille de leur population et de leur territoire, un grand nombre des PED les plus vastes se caractérisent également par une importante hétérogénéité interne.

(2) À titre de valeur comparative, la production supplémentaire générée en 2011 par rapport à 2010 équivalait à peu de choses près au PIB total de l'Espagne pour la même période.

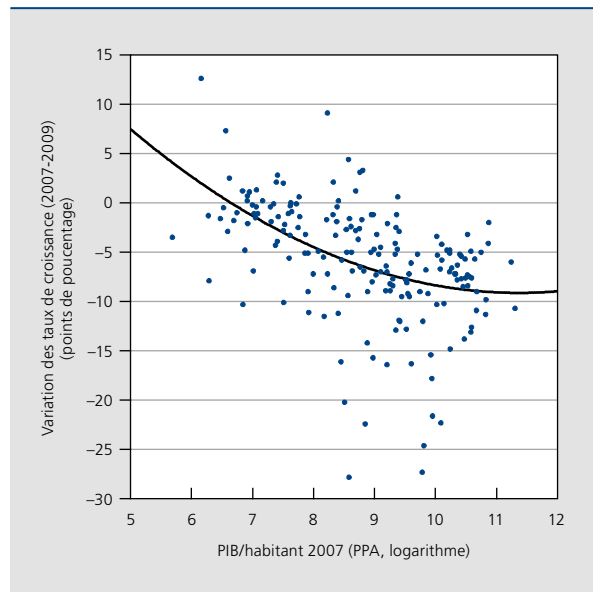
## 1.2 L'incidence de la crise sur les PED

Des taux de croissance plus élevés durant la grande récession et un rebond plus rapide et plus vigoureux après la crise indiquent que les PED ont mieux résisté à la crise financière mondiale que les PA. Cette observation mérite toutefois d'être nuancée et mise en perspective.

Après la faillite de Lehman Brothers et l'éclatement de la crise financière mondiale en 2008, suivis de l'effondrement des échanges commerciaux et du tarissement des flux de capitaux transfrontaliers (cf. graphique 9), l'activité économique a marqué un arrêt aux quatre coins du globe, et la croissance a décéléré dans pratiquement tous les pays entre 2007 et 2009 (cf. graphique 4). Si les PED pris dans leur ensemble sont parvenus à maintenir un taux de croissance positif de 2,7 % en 2009, contrairement aux PA, qui ont affiché une contraction de 3,5 %, la réduction du taux de croissance entre 2007 et 2009 a cependant été d'ampleur similaire pour les deux agrégats (respectivement -6,1 et -6,3 points de pourcentage). Cette observation est confirmée par l'effondrement concomitant de la croissance de la production industrielle (Didier et al. 2011). Le graphique 5 (basé sur FMI (2012)), qui illustre la trajectoire de la production médiane par habitant des différentes régions des PED et des PA après le pic précédant la grande récession, confirme que l'incidence négative initiale de la crise a été comparable, voire parfois plus importante, dans les PED (en particulier dans les PECO et les pays de la CEI).

Les conclusions liées à une tendance générale des PED lors du ralentissement sont trompeuses, puisque le chiffre agrégé positif de la croissance de 2009 reflète essentiellement une poursuite de l'expansion de l'activité dans les pays d'Asie – où les mesures anticycliques adoptées ont parfois été considérables, comme en Chine – et, dans une moindre mesure, dans les pays des régions MOAN et ASS. Dans le même temps, d'autres PED, en particulier dans la CEI et en Europe centrale et orientale, ont souffert nettement plus de la crise que leurs pairs, ou même que les PA (cf. tableau 1). Dans cette dernière région, notons en particulier le cas des États baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie), qui ont reculé en moyenne de 15,5 % en 2009 et ont vu leur croissance perdre 24,5 points de pourcentage par rapport à 2007. Outre-Atlantique, les performances économiques des PED comparées à celles des PA voisins se sont également avérées contrastées. La perte de vitesse globale observée en Amérique Latine en 2009 (-1,5 %) a par exemple été plus modérée que celle qu'ont accusée les États-Unis (-3,1 %). L'économie mexicaine a quant à elle affiché des performances moins bonnes que les États-Unis, sur les plan tant de la croissance proprement dite (-6 %) que de

**GRAPHIQUE 4** RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL (2007-2009) PAR NIVEAU DE REVENU

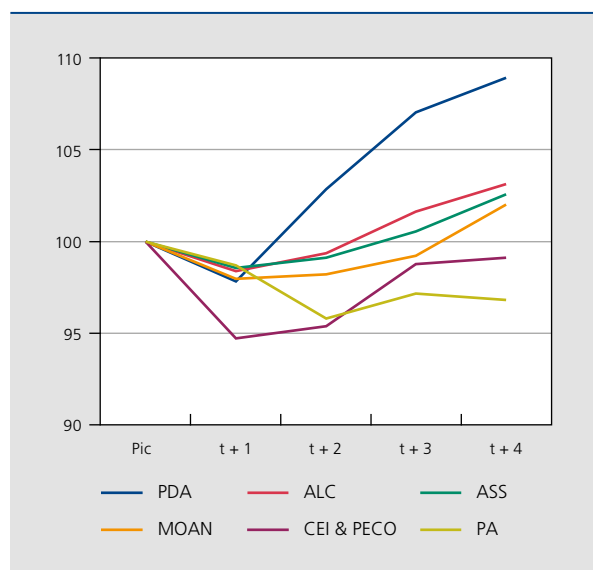


Sources : Didier et al. (2011), FMI.

son repli (-9,2 points de pourcentage, contre -5 points de pourcentage).

D'autres indicateurs mettent en évidence l'effet disproportionné de la crise sur les pays situés dans les tranches

**GRAPHIQUE 5** DYNAMIQUE DU PIB PAR HABITANT DURANT LA GRANDE RÉCESSION DANS DIFFÉRENTES RÉGIONS DES PED ET DES PA



Source : FMI (2012).

Note : Production médiane par habitant ; pic = 100 ; années en abscisse.

**TABLEAU 1 RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DU PIB ET REPRISE DANS LES PED AU COURS DE LA GRANDE RÉCESSION**

	Croissance réelle			Ralentissement de la croissance	Reprise	Niveau actuel	
	(pourcentages)			(points de pourcentage)	(points de pourcentage)	(2007 = 100)	
	2007	2009	2010	2009-2007	2010-2009	2012	2013 e
PECO .....	5,4	-3,6	4,6	-9,0	8,2	111,1	113,6
CEI .....	8,9	-6,4	4,9	-15,3	11,3	112,0	115,8
PDA .....	11,6	6,9	9,9	-4,7	3,0	146,1	156,4
ALC .....	5,8	-1,5	6,1	-7,3	7,6	117,3	121,3
MOANAP .....	6,3	2,9	5,3	-3,4	2,4	123,8	127,6
ASS .....	7,0	2,7	5,4	-4,3	2,7	126,1	133,2
PED .....	8,8	2,7	7,6	-6,1	4,9	131,1	138,1
PA .....	2,8	-3,5	3,0	-6,3	6,5	102,3	103,5
Monde .....	5,4	-0,6	5,2	-6,0	5,8	115,4	119,2
BR .....	6,1	-0,3	7,5	-6,4	7,8	116,8	120,3
RU .....	8,5	-7,8	4,5	-16,3	12,3	109,3	113,0
IN .....	10,1	5,0	11,2	-5,1	6,2	138,9	146,8
CN .....	14,2	9,2	10,4	-5,0	1,2	155,7	168,1
SA .....	5,5	-1,5	3,1	-7,0	4,6	111,6	114,7
MX .....	3,2	-6,0	5,3	-9,2	11,3	108,1	111,8
TR .....	4,7	-4,8	9,2	-9,5	14,0	116,5	120,5
Zone euro .....	3,0	-4,4	2,0	-7,4	6,4	98,7	98,4
États-Unis .....	1,9	-3,1	2,4	-5,0	5,5	102,9	104,9

Source : FMI.

intermédiaires du PIB par habitant (c'est-à-dire les économies émergentes). Didier et al. (2011) soulignent l'existence d'une relation positive mais non linéaire entre le PIB par habitant d'avant la crise et le ralentissement de la croissance durant la crise (reproduit dans le graphique 4). Par conséquent, les pays à faible revenu situés dans les tranches inférieures ont dans une certaine mesure échappé à toute l'ampleur du repli de croissance, « profitant » de leur relatif isolement sur les marchés mondiaux de biens et de capitaux<sup>(1)</sup>. Dans le même état d'esprit, l'incidence sur les économies situées dans les tranches supérieures a été relativement contenue par rapport à leurs niveaux de revenu, en raison, notamment, d'une réaction immédiate et vigoureuse de la part des autorités chargées des politiques budgétaire et monétaire.

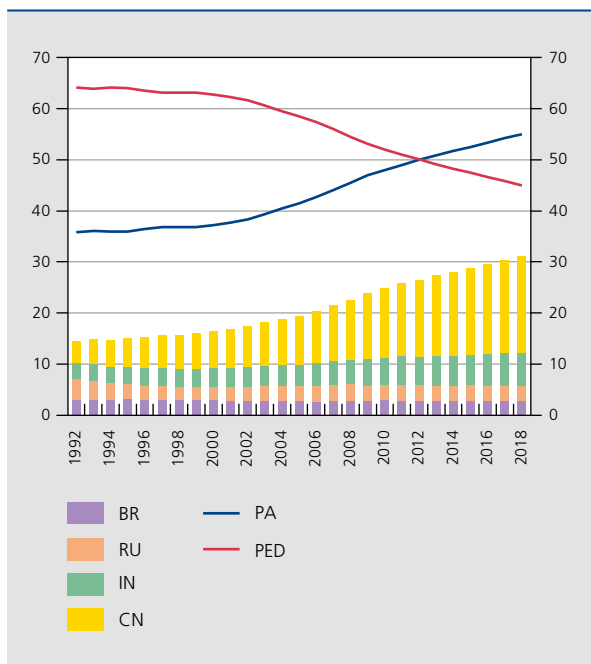
De plus, les PED considérés dans leur ensemble se sont redressés plus rapidement à la suite de la crise que leurs homologues avancés, comme en témoigne le retour plus précoce au niveau de PIB d'avant la crise. La production des PED en 2012 a dépassé celle de 2007 de 31 %, tandis

que le PIB réel des PA s'est établi à peine 2,3 % au-dessus du niveau d'avant la crise (cf. tableau 1). Les économies asiatiques sont restées en tête lors de la reprise, et bon nombre d'économies individuelles qui s'étaient contractées durant la crise, comme la Russie, le Mexique ou la Turquie, ont retrouvé leur niveau de production d'avant la crise en 2010. En revanche, les PA n'ont réussi à faire de même qu'un an plus tard (toutefois, dans la zone euro, le PIB est toujours inférieur à celui de 2007 et ne devrait à nouveau l'atteindre qu'en 2015). Dans les régions des PED, la reprise économique a été plus modeste et plus lente dans la CEI et les PECO, notamment en raison de leur exposition commerciale et financière à la zone euro. Malgré de récents taux de croissance élevés, les États baltes, par exemple, accusaient toujours, en 2012, un retard par rapport au niveau de leur PIB réel en 2007.

(1) Ce point illustre bien les compromis de l'intégration économique (dont il est question au chapitre 3): les avantages économiques s'obtiennent au détriment d'une exposition accrue aux chocs – l'isolement des chocs négatifs s'effectue au détriment du coût d'opportunité de la non-intégration.



**GRAPHIQUE 6 RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU PIB MONDIAL (PPA)**  
(pourcentages)

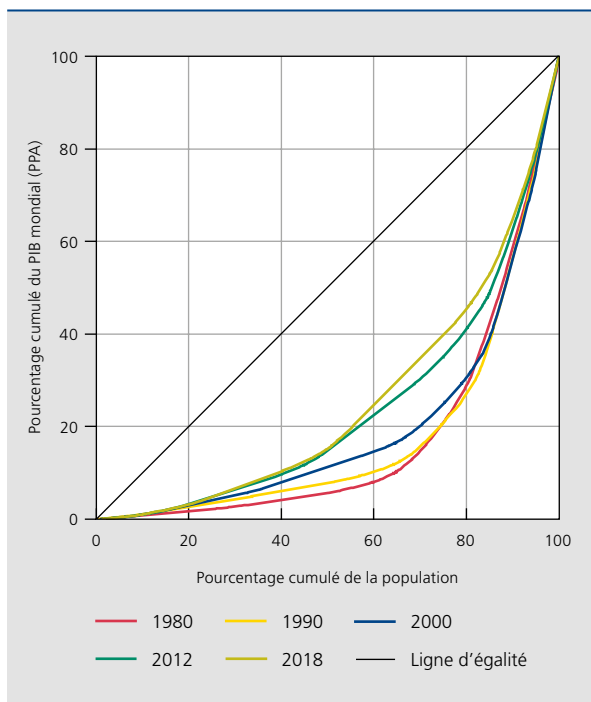


Source : FMI.

## 2. Les conséquences au niveau mondial du poids économique accru des PED

Les taux de croissance durablement supérieurs se sont logiquement traduits par une hausse du poids économique relatif des PED dans l'économie mondiale. Alors qu'ils ne représentaient qu'un tiers environ de la production mondiale dans les années 1990, leur contribution a progressivement augmenté, les plaçant à égalité avec les PA en 2012 (cf. graphique 6). Cette parité reste toutefois bien en deçà de la distribution de la population mondiale, dont 85 % vit actuellement dans les PED. Le graphique 7 fait apparaître la proportion cumulée de la population mondiale, classée par PIB par habitant, et la proportion cumulée de leur revenu (courbe de Lorenz) pour une série d'années. Tandis que l'inégale répartition du revenu à l'échelle mondiale n'a affiché qu'une baisse marginale au cours des années 1980 et 1990, elle a reculé plus nettement dans les années 2000, lorsque les pays à revenu intermédiaire ont décollé, comme le montre le déplacement vers l'intérieur de la courbe de Lorenz. Étant donné le potentiel de rattrapage des PED, la croissance accrue devrait normalement se poursuivre à moyen terme : selon les projections du FMI, ces pays devraient dépasser les PA en volume en 2013 et représenter 55 % de la production mondiale d'ici à 2018<sup>(1)</sup>.

**GRAPHIQUE 7 COURBE DE LORENZ DU PIB MONDIAL**



Source : FMI.

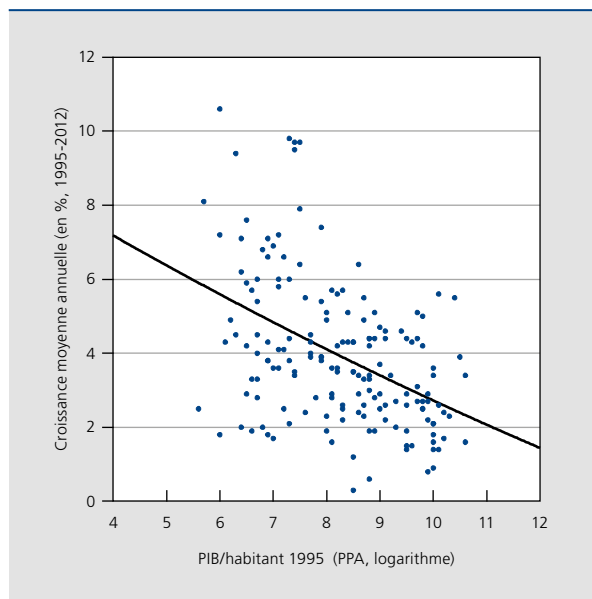
Note : Les pays dont les données en matière de PIB sont lacunaires sont exclus. Le PIB par habitant est considéré comme étant égal au sein de chaque pays.

Le graphique 6 montre également que la part croissante des PED dans le PIB mondial provient en grande partie des BRIC, et avant tout de la Chine, tandis que la part des autres PED est restée assez stable. En raison de la forte croissance des économies asiatiques, en particulier, la répartition géographique de l'activité économique sur la planète est en train d'évoluer. Quah (2011) explique comment la redistribution des contributions à la production mondiale a, au fil du temps, déplacé le centre de gravité de l'économie mondiale. Alors que, dans les années 1980, il était situé au milieu de l'Atlantique, entre l'Europe et l'Amérique, il s'est progressivement écarté vers l'est et devrait s'établir entre la Chine et l'Inde d'ici à 2050. Sans surprise, ce point se trouve à proximité du « centre de gravité démographique », avec lequel le centre économique de la Terre coïnciderait si les niveaux de revenu convergeaient d'un bout à l'autre du monde (c'est-à-dire s'ils coïncidaient avec la ligne d'égalité hypothétique du graphique 7).

Les forts écarts de croissance entre les PED et les PA doivent bien sûr être considérés à la lumière d'une différence prononcée entre les niveaux de vie (mesurés en PIB

(1) Lawrence (2013) passe en revue une série d'études adoptant un horizon de prévision allant jusqu'en 2030, toutes s'accordant sur le fait que l'écart de croissance entre les PA et les PED se maintiendra dans un avenir prévisible. Toutefois, il n'y a pas d'unanimité quant au rythme, puisque la convergence n'est pas un processus automatique et qu'il s'avère que les pays voient souvent leur croissance se ralentir lorsqu'ils atteignent un niveau de revenu intermédiaire (Agénor et Canuto (2012)).

**GRAPHIQUE 8** CROISSANCE ACCRUE DANS LES PAYS À REVENUS PLUS FAIBLES



Source : FMI.

par habitant sur la base de la PPA<sup>(1)</sup>. Comme le montre le graphique 8, le processus de rattrapage semble être un facteur explicatif important de la croissance des PED au cours des deux dernières décennies, puisque les pays présentant des niveaux de revenu initiaux plus faibles ont généralement affiché des taux de croissance supérieurs. Cela étant, la pauvreté demeure un problème majeur dans nombre de ces pays (Banque mondiale, 2013) et, même si les niveaux de revenu ont progressé dans les PED au fil des ans – parfois de manière marquée –, ils continuent d'accuser un retard substantiel sur ceux observés dans les PA. Ainsi, le revenu moyen d'un citoyen chinois en 2012 correspondait environ à quatre fois son revenu de 2000 (en PPA), mais il ne s'élevait qu'à quelque 18 % du revenu moyen d'un citoyen américain ou à un quart de celui d'un citoyen belge. Étant donné l'hétérogénéité entre les pays, la répartition des niveaux de vie au sein des PED par rapport aux États-Unis était également large en 2012, variant entre 4,9 % en Afrique subsaharienne et 31,8 % en Europe centrale et orientale.

Le poids économique grandissant des PED a modifié les paramètres du paysage économique mondial, et leur influence sur les évolutions et les résultats économiques mondiaux a grandi presque mécaniquement. Cette incidence s'est ressentie récemment, notamment en raison de leur rôle plus prépondérant dans le commerce mondial, de leur contribution à l'accumulation des déséquilibres macroéconomiques (et donc aux risques

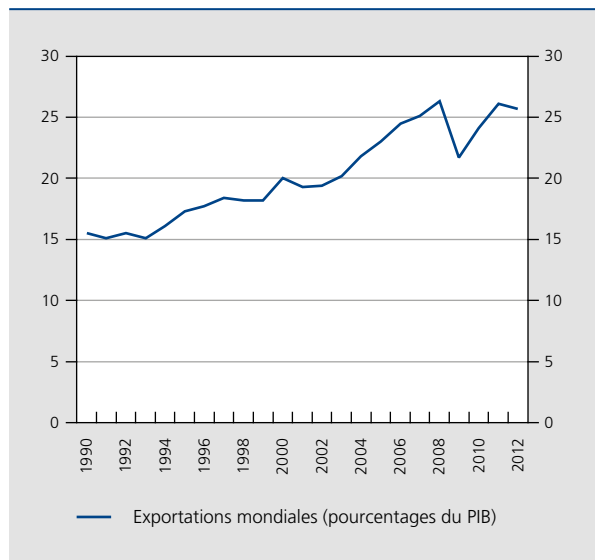
en matière de stabilité financière) ou de leur incidence sur l'offre et la demande au niveau mondial. Certains PED faisant désormais partie des grandes économies ouvertes, leurs fondamentaux économiques et leurs politiques nationales revêtent donc de plus en plus d'importance en dehors de leurs propres frontières, que ce soit dans les économies avancées ou dans d'autres économies émergentes.

L'intensification du commerce international a été l'une des principales caractéristiques de la période de mondialisation. Les exportations en pourcentage du PIB mondial ont constamment progressé, passant de 15 % en 1990 à plus de 25 % à la veille de la crise financière mondiale (cf. graphique 9)<sup>(2)</sup>. Parallèlement, les parts de marché à l'exportation ont été redistribuées, la participation des PED au système commercial mondial gagnant sans cesse en importance (cf. graphique 10). La part conjointe des BRIC a grimpé de 3 % en 1990 à 7 % en 2000, pour ensuite monter en flèche jusqu'à près de 17 % en 2012. Le corollaire de cette évolution est une baisse des parts de marché à l'exportation des PA, et notamment des États-Unis et de l'UE (en ne considérant que les exportations extracommunautaires). Au sein des PED, la Chine se distingue à nouveau, étant devenue en quelques années à peine le premier exportateur mondial. Bien qu'ayant eux aussi gagné des parts de marché à l'exportation, les autres BRIC représentent une proportion bien inférieure du commerce mondial. Ces gains sont allés de pair avec une orientation accrue à l'exportation de leurs économies nationales, comme l'indique la part croissante d'exportations par rapport au PIB dans tous les BRIC. La plus forte participation des PED au commerce mondial se manifeste également dans les importations. Alors que les États-Unis sont restés le principal importateur mondial en 2012, avec 12 % des importations, la part des BRIC est passée d'un peu moins de 3 % en 1990 à environ 15 % en 2012 – celle de la Chine étant d'environ un dixième des importations mondiales. Tandis que plus de la moitié de ses importations provenaient d'autres pays asiatiques, un cinquième était originaire d'Afrique, d'Amérique latine et du Moyen-Orient, reflétant une intensification du commerce entre PED, et tout particulièrement les grands besoins de la Chine en matières premières de

(1) Même si le PIB par habitant est la mesure la plus pertinente de la production dans le cadre d'une analyse du bien-être, il en est toutefois un indicateur imparfait. En effet, il représente une distribution théorique du PIB et ne tient pas compte des inégalités de revenu, qui sont très importantes dans certaines économies émergentes. En Chine, par exemple, la grande inégalité globale se présente sous la forme de disparités régionales entre, d'une part, les provinces urbaines (côtières), où les niveaux de vie atteignent parfois des niveaux comparables à certains pays de l'UE15, et, d'autre part, les provinces rurales, plus pauvres. Les autorités s'étant attaquées à ce problème, l'inégalité s'est stabilisée ces dernières années, fût-ce à un niveau élevé (OCDE (2013)). L'inégalité est également particulièrement prononcée dans de nombreux pays d'Afrique et d'Amérique latine, qui figurent en tête en ce qui concerne le coefficient de Gini (Banque mondiale).

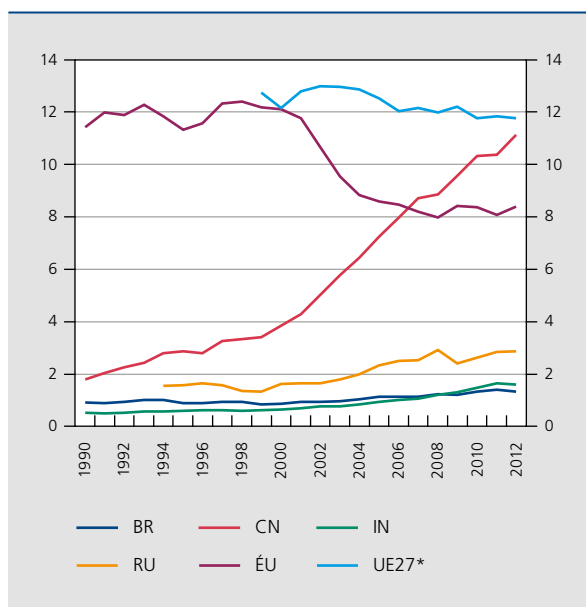
(2) Les chiffres mentionnés dans ce paragraphe sont basés sur les données de l'OMC, de la Banque mondiale et du FMI.

**GRAPHIQUE 9 PART DES EXPORTATIONS**  
(pourcentages du PIB mondial)



Sources : FMI, OMC.

**GRAPHIQUE 10 VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES EXPORTATIONS MONDIALES PAR EXPORTATEUR**  
(pourcentages)



Source : OMC.

Note : L'UE27 exclut les exportations intracommunautaires.

ces régions. Il convient de noter que la croissance du commerce international n'est pas uniquement un effet de volume, mais qu'elle reflète aussi des liens structurels croissants entre économies. En effet, les chaînes de production n'ont eu de cesse de se fragmenter par delà les frontières (cf. les solides liens commerciaux intra-asiatiques), comme le confirment les récentes études sur les chaînes de valeur mondiales (cf. OCDE (2013b), par exemple).

L'interconnexion croissante se manifeste non seulement dans les relations commerciales, mais également dans les flux de capitaux, et notamment dans les investissements directs. Ainsi, alors que la part des BRIC dans l'investissement direct étranger (IDE) mondial est passée de 1 ou 2 % dans les années 1990 à 9 % en 2009, la proportion à destination des pays à faible revenu a été particulièrement dynamique (cf. Mlachila et Takebe (2011)).

Les déséquilibres des comptes courants qui se sont accumulés durant les années 2000 et qui ont caractérisé l'économie mondiale au début de la crise financière de 2008-2009 sont eux aussi un symptôme de l'influence croissante des PED. Au cours de la période qui a précédé la crise, les sorties de capitaux provenant en grande partie des marchés émergents – en particulier des économies asiatiques et des pays exportateurs de pétrole – ont contribué à financer l'important et croissant déficit courant des États-Unis. Ce mouvement de capitaux vers l'amont était alimenté par une combinaison de facteurs, incluant

notamment la résistance de certains États à l'appréciation de leurs taux de change nominaux, l'absence de possibilités d'investissement dans l'économie nationale, la constitution d'épargne de précaution, les prix élevés des produits pétroliers et l'accumulation de réserves. Bien que l'établissement d'un lien direct de cause à effet entre les déséquilibres des comptes courants, d'une part, et la crise financière, d'autre part, soit certainement réducteur (Borio et Disyatat (2011)), force est de constater que les déséquilibres mondiaux peuvent faire peser des risques importants sur la stabilité financière et que les PED sont désormais devenus suffisamment importants pour les nourrir.

L'influence des PED se manifeste également dans les prix des biens échangés sur les marchés internationaux et, par extension, dans la dynamique de l'inflation à l'échelle mondiale (Simola (2012), Eickmeier et Kühnlenz (2013)). Du côté de l'offre, le recul des coûts de production dans de nombreux PED a exercé un effet modérateur sur les prix des produits manufacturés, avec une incidence sur l'inflation dans les PA à travers les importations. La pression concurrentielle provoquée par ces dernières a aussi éprouvé les marges bénéficiaires de certaines entreprises des PA, amplifiant indirectement les pressions baissières sur le niveau général des prix. Mais la demande interne croissante émanant des PED implique par ailleurs des pressions plus importantes sur certains biens échangés à l'échelle planétaire, comme les matières premières, les

biens d'équipement et les biens de consommation. Les investissements en faveur des processus d'industrialisation et d'urbanisation actuellement en cours ont en effet été très gourmands en matières premières et ont largement contribué à favoriser les hausses de prix observées tout au long de ces dix dernières années. Ainsi, en Chine, le ratio des investissements au PIB a atteint près de 50% <sup>(1)</sup>. En 2010, la part de la Chine dans la consommation mondiale de charbon ou de métaux de base (dont le cuivre et l'aluminium), dont elle est d'ailleurs devenue le premier importateur, s'élevait à quelque 40% <sup>(2)</sup>. Outre les activités d'investissement, la progression des revenus disponibles a elle aussi remodelé les profils de consommation des ménages dans les PED. Cet aspect est mis en exergue par exemple par les habitudes de consommation alimentaire, qui présentent un accroissement de la demande de viande et d'alimentation animale, ce qui exacerbe la pression exercée sur les prix de certaines catégories d'aliments (OCDE-OAA, 2013). Dans le même temps, l'augmentation du nombre de véhicules personnels se traduit par une poussée de la demande privée de carburant <sup>(3)</sup>. Les perspectives d'avenir s'orientent davantage vers un alourdissement de l'incidence des marchés émergents sur les prix des matières premières, même si certains pays sont susceptibles de s'éloigner progressivement d'un modèle de croissance porté par des investissements exigeants en matières premières, en faveur d'une croissance axée davantage sur la consommation. L'influence de cette évolution pourrait varier en ampleur selon les matières premières considérées, mais l'élargissement de la quote-part dans la demande mondiale est tel qu'il y a peu de chances que le remaniement de la structure de la demande intérieure passe inaperçu.

Les conséquences du renchérissement des matières premières varient bien évidemment selon que le pays considéré en importe ou en exporte. Pour de nombreux PED, l'intensification des investissements nationaux auprès de certains de leurs partenaires a joué un rôle important dans l'alimentation de leur propre croissance, en renforçant la demande extérieure <sup>(4)</sup>, en améliorant les termes de l'échange et en contribuant à dynamiser leurs investissements extérieurs. En effet, comme l'exposent Mlachila et Takebe (2011), les IDE des pays BRIC – et tout particulièrement de la

Chine – dans les économies de l'Afrique subsaharienne se sont principalement tournés vers les industries des ressources naturelles (pétrole et minerais) et ont bien souvent été accompagnés de projets d'infrastructures complémentaires (réseaux routiers et portuaires).

### 3. Le découplage conjoncturel dans un contexte d'intégration croissante de l'économie mondiale

Les écarts de croissance persistants entre les PED et les PA à la veille de la crise ont suscité à l'époque un débat sur le degré de « découplage » économique entre les deux groupes. La question était alors de savoir si les PED étaient à même de résister à un ralentissement dans les PA ou si, au contraire, ils allaient se synchroniser sur la décélération conjoncturelle de ces derniers. L'impact général de la crise de 2008-2009 y a provisoirement apporté une réponse (chapitre 1), mais le rebond différencié d'après-crise, globalement plus dynamique dans les PED, l'a toutefois reposée (cf. par exemple Leduc et Spiegel, 2013).

Le découplage peut être défini comme « l'émergence d'une dynamique conjoncturelle relativement indépendante de l'évolution de la demande mondiale, alimentée principalement par des variations autonomes de la demande intérieure » (Banque asiatique de développement (BAsD), 2007). Des divergences économiques persistantes entre pays dans un contexte de renforcement de leurs relations mutuelles peuvent cependant sembler contradictoires – tout particulièrement si l'intégration économique peut également être considérée comme une forme de couplage structurel. Par opposition à une situation d'autarcie, qui isolerait un pays des influences externes <sup>(5)</sup>, l'ouverture aux marchés extérieurs multiplie et approfondit les relations que le pays entretient ou peut créer avec le reste du monde. L'on peut dès lors se demander quels facteurs, quels chocs ou quelles circonstances pourraient provoquer un découplage conjoncturel. Ce chapitre traite brièvement, sur le plan conceptuel, de la manière dont l'intégration économique influence le synchronisme en matière de croissance, de transmission des chocs et de cycles conjoncturels et présente quelques résultats empiriques.

#### 3.1 Considérations conceptuelles sur les effets de l'intégration économique

##### 3.1.1 Les deux visages de l'intégration : moteur de croissance et canal de transmission de chocs

Pour un pays pris isolément, l'intégration économique peut être source d'avantages dont l'ampleur dépend

(1) Ce chiffre porte sur l'année 2011. Cela revient à plus de 5% du PIB mondial en valeur nominale, soit davantage que le PIB de l'Allemagne. À titre de comparaison, le ratio équivalent aux États-Unis était de 15%.

(2) En dépit de cette influence croissante, ce sont en général toujours les PA qui constituent les principaux moteurs de l'évolution des prix (Simola, 2012). L'incidence des États-Unis sur les marchés des matières premières reste ainsi supérieure à celle de la Chine (Roache, 2012).

(3) Le nombre de véhicules automobiles a quasiment quadruplé en Chine, passant de 15 (par millier d'habitants) en 2003 à 57 en 2010 (base de données WDI de la Banque mondiale). Pour atteindre un nombre de véhicules comparable à celui du Brésil (209) ou de la Belgique (560), par exemple, il faudrait quelque 200 ou 670 millions de véhicules supplémentaires.

(4) Les exportateurs de matières premières d'Amérique latine – comme le Brésil (minerai de fer, soja) et le Chili (cuivre) – ainsi que de nombreuses économies de la CEI (gaz, pétrole) en ont ainsi tous bénéficié.

(5) Cf. l'incidence plus limitée de la crise financière mondiale (décrite ci-dessus) vis-à-vis des économies à faible revenu relativement isolées.

généralement de sa dotation factorielle relative par rapport à d'autres États et de sa capacité de redéployer ses ressources au niveau sectoriel. En exploitant ses avantages comparatifs ou en réalisant des économies d'échelle, un pays peut s'engager dans des échanges commerciaux interindustriels ou intra-industriels mutuellement bénéfiques. Parallèlement, son accès aux marchés internationaux de capitaux peut lui permettre de combler la faiblesse éventuelle de son épargne intérieure par l'importation de capitaux ou de rentabiliser son épargne excédentaire en l'investissant à l'étranger.

L'intégration économique peut contribuer à la capacité de croissance d'une économie et, dans le cas des PED, réduire l'écart de revenu par rapport aux PA. Les économies asiatiques l'ont démontré au cours des dernières décennies en s'appuyant sur des modèles de croissance alimentés par les exportations. Mais, dans le même temps, la perméabilité des frontières expose l'économie du pays aux aléas de la conjoncture extérieure, aux fluctuations de l'appétence pour le risque et aux conséquences des politiques nationales menées par des pays tiers. Or, fait important, les voies par lesquelles surviennent les chocs négatifs sont souvent exactement les mêmes que celles qui transmettent les bénéfices de l'intégration<sup>(1)</sup>. L'augmentation des risques apparaît typiquement lorsque certaines voies sont surexploitées : si la décision de se spécialiser dans la production d'un produit donné ou de se concentrer sur un marché d'exportation spécifique est, au départ, de nature à stimuler la croissance, elle peut également rendre le pays vulnérable à un éventuel affaiblissement de la demande extérieure ou à des chocs au niveau des termes de l'échange. De même, si les capitaux entrants peuvent lisser la consommation ou financer des projets productifs, ils risquent par ailleurs de contribuer à l'accumulation de surcapacités dans certains secteurs ou d'alimenter des bulles de prix d'actifs. Dans le même esprit, si les systèmes bancaires nationaux se tournent progressivement vers une dépendance excessive des financements étrangers, l'offre de crédit domestique sera tributaire du bon fonctionnement des marchés de capitaux étrangers. Les pays d'Europe centrale, orientale et sud-orientale, par exemple, dont les systèmes bancaires sont dans une large mesure financés par des capitaux extérieurs (et en grande partie détenus par des actionnaires étrangers) ont souffert du tarissement du financement provoqué par la persistance de la crise dans la zone euro (toutefois, ce phénomène a

été partiellement limité par les engagements des banques, à la suite de l'initiative de Vienne, de maintenir leur exposition à la région), ce qui a fait tomber au point mort la croissance du crédit et a fini par exacerber la contraction de la production.

### 3.1.2 Taille économique relative et direction des chocs

Dans un monde interconnecté, les pays peuvent être soit à l'origine des chocs, soit les subir – qu'il s'agisse de chocs favorables ou défavorables. Généralement parlant, leur taille relative joue un rôle, et la définition de la BAsD indique que le découplage est essentiellement une prérogative des grandes économies dont la demande intérieure est suffisamment autonome pour se déconnecter de la demande mondiale. Compte tenu de l'augmentation du poids économique relatif des PED et de la croissance des volumes commerciaux et financiers entre eux, l'influence unidirectionnelle des PA diminue progressivement. Le chapitre 2 fournit une série d'exemples de l'influence des PED sur l'évolution économique mondiale, qui suggèrent en effet que l'interdépendance va de plus en plus dans les deux sens. Cela semble se confirmer au vu des préoccupations actuelles, dans les PA, quant aux conséquences d'un ralentissement de l'économie chinoise.

## 3.2 Résultats empiriques sur le découplage des PED

Sous l'angle théorique, l'effet de l'intégration économique sur la synchronisation des cycles conjoncturels est ambigu, dans la mesure où il dépend essentiellement des structures qui émergent du processus d'intégration lui-même et de la nature des chocs transfrontaliers (Baxter et Kouparitsas (2005)). Des relations commerciales et financières étroites peuvent favoriser la spécialisation, et ainsi réduire le synchronisme de la production, en particulier lorsque les chocs sectoriels sont fréquents. Inversement, les chocs de demande agrégée de pays individuels peuvent se transmettre au-delà des frontières par la voie de mouvements commerciaux et de capitaux, favorisant cette fois la simultanéité des cycles de croissance. Il faut noter que tel serait également le cas pour des pays hautement spécialisés dans des activités complémentaires intégrées à des processus de production transnationaux<sup>(2)</sup>.

Les données empiriques concernant le synchronisme des cycles conjoncturels entre les PA et les PED livrent elles aussi des résultats équivoques. Kose et al. (2008) étudient l'interdépendance cyclique sur la période 1960-2005 de 106 États faisant partie des pays industrialisés, des

(1) Du moins si ces canaux de communication fonctionnent de manière effective, ce qui peut ne pas être complètement le cas sous l'influence de la préférence nationale (dictée par les choix des consommateurs ou par des réglementations) et de la conscience des risques.

(2) L'effet de l'intégration sur le comportement synchrone des différents agrégats macroéconomiques est quant à lui susceptible de différer : ainsi, une baisse des flux de capitaux devrait limiter la corrélation des investissements, tandis que la corrélation de la consommation devrait augmenter sous l'effet de la diversification des risques de revenu permise par l'intégration financière.

marchés émergents et des autres pays en développement<sup>(1)</sup>. Ils constatent qu'entre 1985 et 2005 (la « période de mondialisation »), les cycles conjoncturels entre les pays industriels, d'une part, et entre les marchés émergents, d'autre part, sont devenus plus étroitement alignés qu'au cours de la période allant de 1960 à 1984, ce qui est le signe que la convergence conjoncturelle des pays dans chacun des groupes s'est intensifiée<sup>(2)</sup>. Un facteur global explique également une part limitée mais significative des fluctuations macroéconomiques, indiquant l'existence d'un cycle conjoncturel mondial. Toutefois, la baisse de son importance relative au fil du temps suggère un découplage des variations conjoncturelles entre les deux groupes. Siklos (2012) présente lui aussi des conclusions ambiguës sur le synchronisme des cycles conjoncturels et souligne la sensibilité des résultats aux périodes examinées et aux régions analysées.

Certains auteurs ont examiné le synchronisme des cycles conjoncturels en se concentrant sur des zones géographiques définies, et en particulier l'Asie. Ainsi, Pula et Peltonen (2009) et la BAsD (2007) réfutent l'hypothèse d'un découplage structurel ou conjoncturel des économies asiatiques par rapport aux PA. Au contraire, la BAsD observe que les cycles conjoncturels des économies asiatiques sont devenus plus synchronisés par rapport à ceux des économies industrielles, mais également entre eux. La BAsD l'explique par un renforcement de l'interdépendance économique au sein même de l'Asie, comme en témoigne le processus de fragmentation transfrontalière de la production, qui est lui-même le résultat d'une intégration accrue de l'ensemble de la région au sein de l'économie mondiale. Cesa-Bianchi et al. (2012) constatent une augmentation du synchronisme en matière de croissance entre la Chine et différents pays d'Amérique latine et montrent que les cycles de ces derniers sont devenus plus sensibles à la Chine – l'impact à long terme d'un choc sur le PIB chinois a ainsi triplé depuis le milieu des années 1990 – et, inversement, moins sensibles aux États-Unis, qui continuent cependant d'exercer une influence non négligeable. Ces éléments viennent appuyer la thèse d'un alignement accru du cycle conjoncturel dans les PED, mais suggèrent par ailleurs que le découplage noté par d'autres auteurs (dont Kose et al. (2008)) pourrait dans une large mesure être lié à l'émergence de la Chine comme l'un des principaux moteurs de la croissance mondiale, plutôt qu'à un découplage généralisé des cycles conjoncturels individuels des PED par rapport à ceux des PA.

(1) Les auteurs décomposent les fluctuations macroéconomiques des pays en trois facteurs dans le cadre d'un modèle factoriel dynamique, un facteur mondial, un facteur spécifique au groupe et un facteur lié au pays, pour ensuite estimer la contribution relative de chacun.

(2) Cette analyse concorde avec celle opérée par Baxter et Kouparitsas (2005), qui constatent que le synchronisme conjoncturel bilatéral est accru lorsque les pays sont tous deux industrialisés ou tous deux en développement.

### 3.3 Quelques réflexions sur la notion de découplage

Une représentation polarisée opposant le découplage à la convergence semble faire abstraction de l'existence de certaines réalités du monde interconnecté actuel, constitué d'un nombre croissant d'acteurs de grande envergure. Siklos (2012, p. 6) se demande dès lors s'il est « utile de se focaliser sur l'opposition couplage-découplage » et préfère voir dans les cycles conjoncturels comparés des PA et des PED des signes d'interdépendance mutuelle. Quoiqu'il en soit, une série de questions demeurent, qui valent la peine d'être abordées :

**Caractère transitoire ou permanent?** Même si le découplage des cycles économiques ne signifie pas que les régions comparées ne partagent pas certains facteurs de croissance, il implique tout de même que ceux-ci sont en partie masqués par d'autres facteurs. Cette remarque soulève à son tour la question de savoir si les différences de poids des divers différents facteurs de croissance constituent un phénomène permanent (structurel), une divergence transitoire amenée par des chocs idiosyncrasiques, ou la conséquence d'écarts dans les conditions économiques de départ. Comme l'illustrent les graphiques 7 et 8, la croissance des PED au cours de ces dernières années s'est opérée dans un contexte de rattrapage et a reposé sur des modèles de croissance spécifiques. La marge de rattrapage potentielle – et, partant, les écarts de croissance – restent encore importants, et l'on ignore encore comment se comportera le synchronisme conjoncturel une fois que les taux de croissance auront atteint un certain niveau d'équilibre.

#### Phénomène généralisé ou spécifique à la Chine?

Y a-t-il lieu de considérer le découplage comme un phénomène général, observé individuellement dans les différents PED, ou faut-il y purement y déceler l'émergence de la Chine comme acteur mondial de premier plan? Comme décrit ci-dessus, la Chine est en effet devenue un important moteur de croissance pour de nombreux PED, et elle a commencé à exercer une forte influence sur leurs cycles conjoncturels, comme le montrent Cesa-Bianchi et al. (2012). Cela favoriserait l'hypothèse selon laquelle les autres PED auraient essentiellement substitué la Chine aux économies auxquelles ils étaient liés. Par conséquent, cela signifierait également qu'un ralentissement en Chine serait alors ressenti dans les PED. De plus, le couplage à la Chine pourrait refléter une dépendance vis-à-vis de son modèle de croissance particulier, créant des couplages de nature structurelle avec de nombreux PED : une réorientation de son modèle de croissance pourrait donc aboutir à un découplage potentiellement préjudiciable à bon nombre d'entre eux.

**Le rôle des politiques anticycliques:** Une autre interrogation porte sur le lien entre le synchronisme conjoncturel et les politiques anticycliques mises en œuvre au niveau national. L'absence de sentiers de croissance couplés peut en effet provenir soit de chocs asymétriques, soit d'une réaction différenciée à un choc commun. Le cas de la Chine est à nouveau très révélateur à cet égard. En raison de sa forte dépendance des exportations vers les PA (la Chine exporte vers l'UE, l'Amérique du Nord et le Japon l'équivalent de plus de 15 % de son PIB), elle a été particulièrement exposée à l'effondrement généralisé du commerce international en 2008-2009, qui a réduit la contribution des exportations au PIB de plus de 8 points de pourcentage, à 26 %. Par la mise en œuvre d'une politique fiscale et monétaire stimulante de grande envergure, la Chine a su rapidement compenser le déficit de ses exportations par une hausse des investissements, et maintenir ainsi sa croissance à 9,2 % en 2009. Comme décrit dans le chapitre suivant, l'aptitude à mener des politiques anticycliques constitue un facteur essentiel de la résilience d'une économie. En tant que telle, la résilience serait en fait de nature à favoriser le processus de découplage. Cela étant, la marge de manœuvre disponible pour mener une politique anticyclique est généralement limitée, et plus la faible conjoncture extérieure dure, plus il devient difficile de compenser les compressions de la demande extérieure et les capitaux étrangers manquants<sup>(1)</sup>. Ce problème est évidemment d'actualité dans le contexte de faible croissance que connaissent aujourd'hui les PA, et il met en question le caractère permanent du découplage.

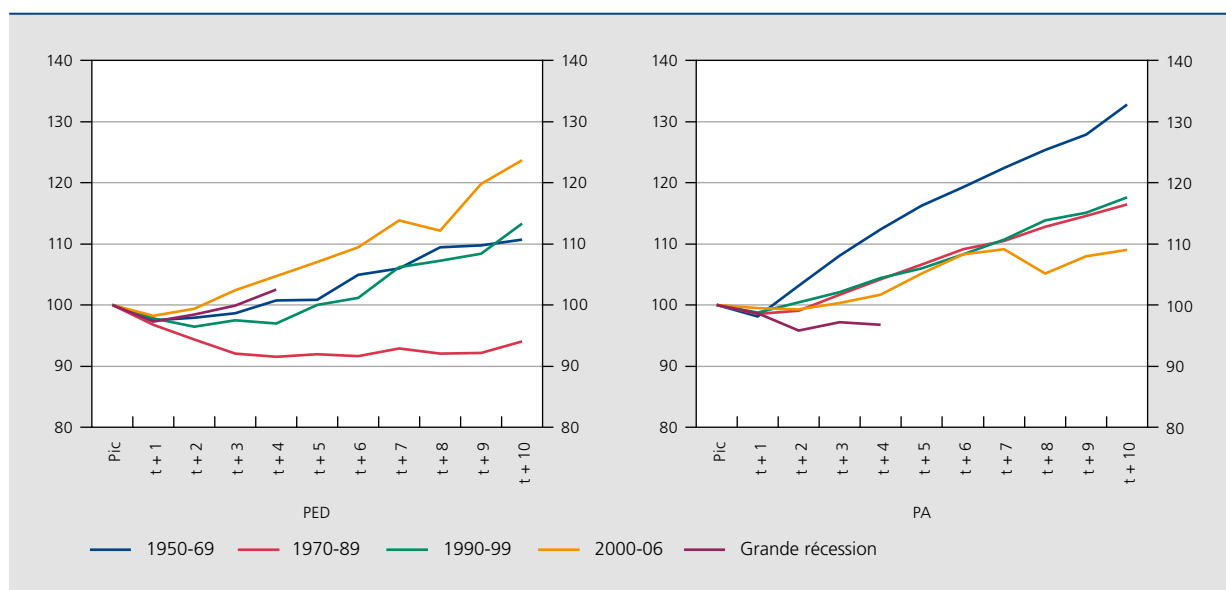
#### 4. Facteurs expliquant la meilleure résilience des PED

Au cours des dernières décennies, les PED ont largement tiré profit de leur intégration au système commercial international et sur les marchés financiers mondiaux (cf. chapitre 2). Malgré leur plus grande exposition aux chocs défavorables externes, ils semblent néanmoins être devenus plus résilients. Le FMI (2012) définit la résilience comme « la capacité d'une économie de soutenir des phases d'expansion plus longues et plus vigoureuses et de connaître des périodes de contraction plus courtes et moins graves et des reprises plus rapides ».

Le graphique 11 (FMI (2012)) illustre l'amélioration de la résilience des PED en présentant la dynamique du PIB par habitant après un pic à différents moments. Il suggère que, depuis 2000, les PED ont effectivement connu des périodes de contraction plus courtes et moins graves et des reprises plus rapides que lors de décennies antérieures. Cette robustesse accrue a également été observée durant la grande récession. Notamment, les PED affichent depuis 2000 de meilleures performances que les PA, sur les plans tant de la durée limitée des phases de récession que de la vigueur des phases d'expansion.

(1) En outre, les incitants risquent eux-mêmes d'engendrer des évolutions insoutenables lorsqu'ils prennent une certaine ampleur. Ainsi, en Chine, la forte expansion du crédit a provoqué des symptômes de surchauffe et des déséquilibres sectoriels, ainsi que des préoccupations quant aux prix de l'immobilier et au caractère excessif du financement hors bilan par le système bancaire et les collectivités locales (OCDE (2013)).

**GRAPHIQUE 11** DYNAMIQUE DE LA PRODUCTION PAR HABITANT APRÈS DES PICS



Source : FMI (2012).

Note : production médiane par habitant ; pic = 100 ; années sur l'axe des abscisses.

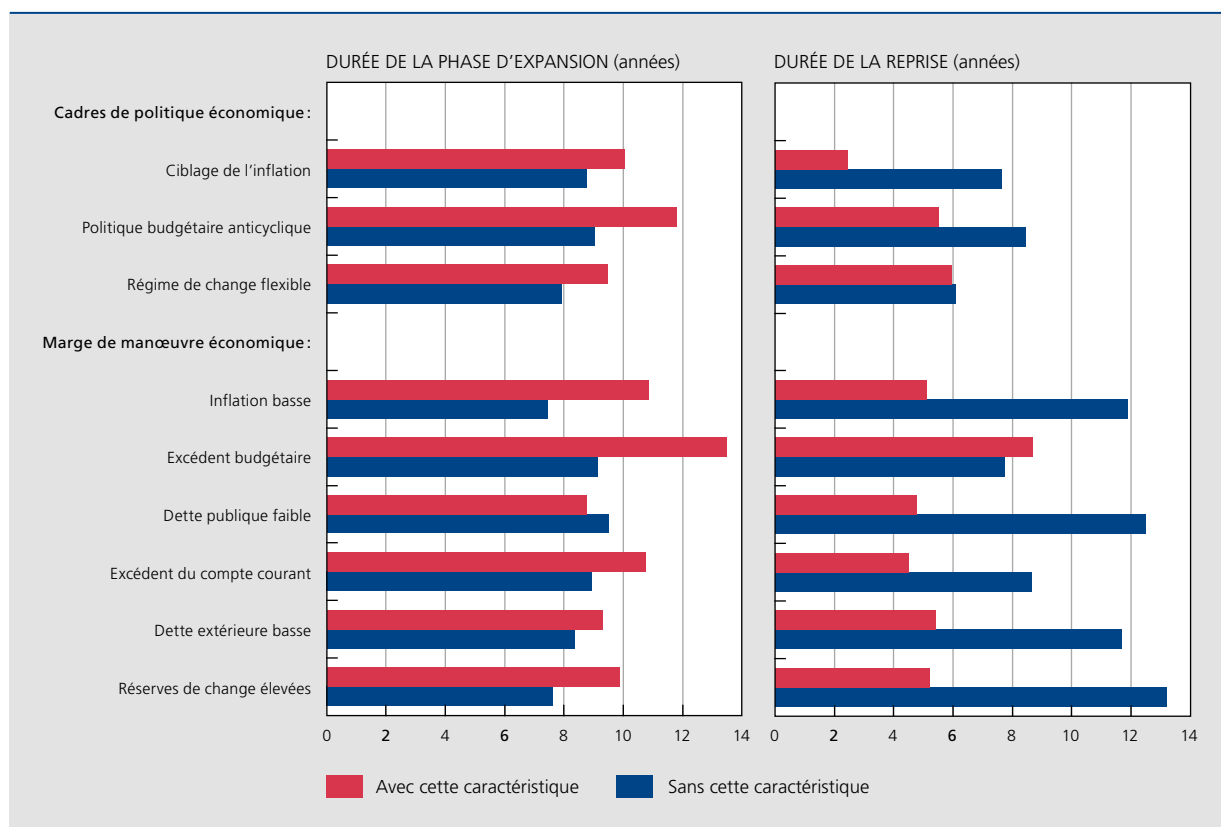
Les PED semblent dès lors mieux armés aujourd’hui pour contrer les chocs potentiellement perturbateurs et qui augmentent la probabilité de voir une phase d’expansion s’interrompre. Le FMI (2012) recense deux chocs internes (les crises bancaires et les périodes de forte croissance du crédit), ainsi qu’un ensemble de chocs externes (la hausse de l’incertitude mondiale, une forte croissance des taux d’intérêt aux États-Unis, les récessions dans les pays avancés, la détérioration des termes de l’échange et l’interruption brutale des flux de capitaux) qui augmentent significativement la probabilité de voir une phase d’expansion s’achever<sup>(1)</sup>. Les efforts visant à renforcer la résilience d’un pays devraient dès lors avoir pour but de réduire autant que

possible la probabilité d’apparition de chocs internes – par exemple par la voie d’un contrôle prudentiel adéquat (pour prévenir les crises bancaires) ou de l’établissement de finalités claires en matière de stabilité financière (pour éviter l’accroissement excessif du crédit). Si les chocs externes échappent de manière générale au contrôle des autorités nationales, ces dernières peuvent néanmoins mettre en place les conditions susceptibles de limiter leur effet potentiellement perturbateur<sup>(2)</sup>.

S’il s’agit de recenser les différents chocs négatifs avant d’y remédier, des contraintes d’économie politique risquent dans certains cas d’entraver la mise en œuvre de mesures préventives<sup>(3)</sup>. Les douloureuses expériences de plusieurs graves crises économiques et financières dans une série de PED après 1990 – Mexique (1994), pays asiatiques (1997), Russie (1998), Turquie (2001), Argentine (2001) – ont certainement aiguïté la nécessaire prise de conscience des risques et assoupli les contraintes d’implémentation de telles mesures. Ces crises ont en effet donné lieu à des réformes institutionnelles et à l’adoption de cadres de politique économique plus robustes<sup>(4)</sup>. Ces derniers ont été éprouvés, souvent avec succès, durant la crise de 2008-2009, au cours de

- (1) L’incidence est particulièrement vive pour les chocs internes, ainsi que pour les interruptions brutales et les récessions dans les PA. Cette dernière observation remet elle aussi en question l’hypothèse du découplage évoquée plus haut.
- (2) Notons toutefois que les chocs internes sont susceptibles d’être ressentis comme des chocs externes par les pays tiers, et vice versa. Dans un monde interconnecté, la prévention des chocs internes devient dès lors une question d’intérêt commun qui justifierait l’adoption de règles et de normes réglementaires à l’échelle mondiale.
- (3) En général, ceci peut par exemple se produire lorsque les coûts d’une mesure préventive sont clairement définis et parfois assignés à un groupe (influent) particulier, alors que les bénéfices sociaux, bien que plus nombreux, sont trop répandus parmi la société pour recueillir le soutien nécessaire (ainsi, des exigences en capital plus élevées peuvent représenter un coût pour l’industrie financière, mais aussi renforcer le degré global de stabilité financière).
- (4) Dans certains cas, l’adoption de réformes institutionnelles était une condition préalable à l’obtention d’une aide financière de la part de donateurs multilatéraux.

**GRAPHIQUE 12** INCIDENCE DES POLITIQUES SUR LA DURÉE DE LA PHASE D’EXPANSION ET SUR LE RYTHME DE LA REPRISE DANS LES PED



Source : FMI (2012).



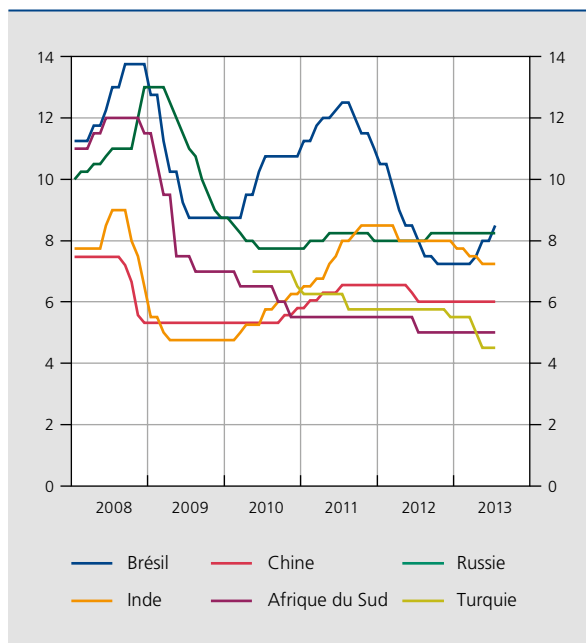
laquelle bon nombre de PED ont été à même de compenser en partie la contraction de la demande externe et des flux de capitaux. Cette réaction constitue une rupture significative par rapport à leur propre passé. La suite du présent chapitre examine certains des facteurs qui expliquent cette résilience accrue, à savoir le rôle des cadres de politique économique, des caractéristiques structurelles et des facteurs institutionnels.

#### 4.1 Cadres de politique économique et marge de manœuvre

Les cadres de politique budgétaire anticyclique et, en corollaire, l'existence d'une marge de manœuvre budgétaire (c'est-à-dire des excédents budgétaires et une dette publique contenue) sont généralement associés à des phases d'expansion plus longues et à des périodes de contraction plus courtes, comme le montre le FMI (2012). Inversement, les pays qui ne présentent pas ces caractéristiques connaissent en règle générale des phases d'expansion plus courtes et des reprises plus longues (cf. graphique 12). Depuis 2000, un grand nombre de PED – par exemple le Chili et le Brésil – ont effectivement mis en place de tels cadres (Frankel et al., 2012), renonçant ainsi aux politiques budgétaires procycliques du passé (1960-1999) – ces dernières résultaient, entre autres, d'un accès imparfait au marché du crédit, empêchant l'expansion budgétaire au cours des périodes de contraction, ou de pressions politiques incitant à augmenter les dépenses publiques ou à réduire la fiscalité pendant les périodes de croissance. Frankel et al. expliquent ce « passage à maturité » par le renforcement général de la qualité institutionnelle des PED, et par l'amélioration des cadres de politique budgétaire en particulier, à l'instar de l'établissement d'institutions budgétaires indépendantes (et notamment d'instances chargées des prévisions), ainsi que par l'adoption de règles de politique budgétaire reposant sur des soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles, comme cela a été le cas au Chili.

Une réorientation anticyclique comparable s'est aussi produite au niveau de la politique monétaire (BIS (2012), Vegh et Vuletin (2012)). Les passages réussis vers des politiques de ciblage de l'inflation ont en effet apporté aux banques centrales de nombreux PED la crédibilité et la marge de manœuvre (c'est-à-dire un faible taux d'inflation) nécessaires pour mener des politiques accommodantes en réponse aux chocs négatifs. Leur réaction durant la crise financière mondiale l'atteste : à l'instar de celles des PA, elles ont considérablement abaissé les taux d'intérêt lorsque la crise a débuté, souvent à des planchers historiques, comme cela a été le cas au Brésil, en Afrique du Sud, ou encore en Turquie, pays qui a

**GRAPHIQUE 13** TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS DANS UNE SÉRIE DE PED  
(pourcentages)



Source : Datastream.

également adopté un ensemble de nouveaux instruments « non conventionnels »<sup>(1)</sup>. Alors que dans certains pays, le maintien de taux d'intérêt bas a par la suite été compliqué par les pressions inflationnistes ou par l'accélération de la croissance du crédit (comme en Inde, en Russie et, plus récemment, au Brésil), d'autres PED sont tout de même parvenus à les contenir (cf. graphique 13). Cette réaction se démarque d'épisodes similaires dans le passé, lorsque bon nombre de PED n'avaient souvent pas d'autres choix que de durcir la politique monétaire dans le but d'empêcher les sorties de capitaux et de prévenir la dépréciation de leur monnaie. Alors que de telles politiques étaient parfois inévitables au vu des circonstances – régime de taux de change fixe, faiblesse des fondamentaux (importantes inadéquations de taux de change) –, elles accentuaient davantage la contraction de la demande agrégée.

Cependant, ce dernier point souligne clairement que la capacité de mettre en place une politique monétaire anticyclique dépend du régime de taux de change et de la position extérieure du pays. En d'autres termes, il y a lieu d'écarter préalablement toute « crainte de chute libre » (Vegh et Vuletin (2012)). Après les expériences des

(1) Cf. Kara (2012) pour une analyse descriptive du nouveau cadre de politique monétaire.

années 1990, de nombreux PED ont en effet adopté des régimes de taux de change plus flexibles, facilitant automatiquement l'ajustement externe, et assaini leur position extérieure (Didier et al. (2011), FMI (2012)). Ainsi, en allégeant la part de la dette libellée en devises<sup>(1)</sup>, les risques d'effets négatifs des fluctuations du taux de change sur le bilan étaient atténués; dans certaines régions (comme l'Amérique latine et les Caraïbes), des pays sont quant à eux parvenus à allonger la maturité moyenne de leur dette internationale. Parallèlement, le recours au financement externe a été réduit à la faveur d'une amélioration des comptes courants de nombreux pays. Enfin, la structure des avoirs et engagements extérieurs a été remaniée: les engagements prennent désormais plus souvent la forme d'actions (plutôt que de dettes; cf. ci-après). En revanche, les PED se sont davantage mis à accumuler des actifs de dettes à l'étranger, comme en témoignent les hausses des stocks de réserves de change<sup>(2)</sup>. Ces caractéristiques (régime de taux de change flexible, excédents du compte courant, faible dette extérieure et volume élevé de réserves) sont de manière générale toutes associées à une meilleure résilience (cf. graphique 12). Cardarelli et al. (2010), par exemple, montrent que des faibles déficits courants, des politiques budgétaires anticycliques et un taux de change flexible ont soit diminué la probabilité d'interruptions brutales des entrées de capitaux, soit mis les pays en meilleure posture pour y faire face (en particulier parce que, pour commencer, des appréciations du taux de change freineraient l'entrée de capitaux).

## 4.2 Caractéristiques structurelles

Les caractéristiques structurelles d'une économie, telles que son ouverture commerciale ou la composition des capitaux entrants, déterminent également son exposition aux chocs et, partant, sa résilience. L'appui sur certains secteurs exportateurs florissants (comme ceux liés aux matières premières) ou nationaux (comme l'immobilier) peut pousser la croissance à court terme, mais aussi détourner les ressources et l'attention politique des activités plus durables à un horizon plus éloigné, entravant ainsi la capacité d'ajustement du pays. La diversification des secteurs économiques ou des partenaires commerciaux peut aider à réduire la contraction de la demande émanant d'un partenaire commercial ou d'un secteur spécifique. Une plus grande réorientation et une attention accrue en faveur de leurs pairs semblent avoir permis à de nombreux PED d'amortir les effets de la récente crise, même si cela a pu se faire au détriment de nouvelles vulnérabilités prenant, par exemple, la forme de dépendances vis-à-vis des exportations de matières premières et de certains marchés à l'exportation, comme la Chine.

La composition des entrées de capitaux détermine aussi les risques d'interruption brutale auxquels s'expose un pays. Les épisodes d'entrées massives de capitaux ont tendance à s'accompagner d'une croissance plus rapide à court terme (Cardarelli et al. (2010)), qui s'interrompt toutefois souvent de manière soudaine, pouvant ainsi engendrer des contractions économiques, comme décrit plus haut<sup>(3)</sup>. L'investissement direct étranger (IDE) s'est en général avéré être le flux à destination des PED le plus stable, et il n'est généralement pas à l'origine d'interruptions brutales (Levchenko et Mauro (2007)). Une proportion accrue d'IDE devrait donc aider à renforcer la résilience d'une économie. Il est encourageant de constater qu'au regard des vagues de flux de capitaux vers les PED dans les années 1990, la part des IDE est devenue prépondérante dans les années 2000 (Cardarelli et al. (2010))<sup>(4)</sup>.

Le FMI (2012) examine l'association de diverses caractéristiques structurelles avec, respectivement, la durée de la phase d'expansion et le rythme de la reprise. Il constate que la durée de la phase d'expansion augmente avec la proportion d'IDE dans les flux de capitaux et diminue avec le degré d'inégalité des revenus, lequel reste considérable dans certains PED. Parallèlement, la vitesse de la reprise est associée positivement à une plus grande ouverture commerciale, à la diversification des exportations, à une plus grande ouverture du compte de capital et à une proportion plus élevée d'IDE. Didier et al. (2011) étudient également l'incidence de caractéristiques propres à un pays sur l'effondrement de la croissance et sur la reprise, et ils concluent que les économies qui ont une plus grande ouverture commerciale et financière ont subi un effondrement plus marqué de la croissance en 2008-2009. Toutefois, ces deux caractéristiques sont aussi associées à des reprises plus rapides, ce qui confirme clairement la dualité de l'ouverture, soulignée au chapitre précédent.

(1) La capacité d'émettre de la dette en monnaie nationale dépend naturellement de la solidité des fondamentaux.

(2) Les réserves de change peuvent être considérées comme un mécanisme d'auto-assurance contre les inversions de mouvements de capitaux: en réduisant le risque de crédit perçu d'un pays et en apaisant les doutes quant à sa solvabilité, elles peuvent contribuer à préserver la disposition des investisseurs à lui procurer des capitaux et à refinancer sa dette. Si toutefois les sources externes de financement venaient à se tarir, elles constituent une première ligne de défense, qui peut être activée temporairement, en particulier pour servir les intérêts de la dette à court terme ou pour soutenir les ajustements ordonnés, allégeant ainsi les tensions financières auto-entretenuës ou la contagion. La détention de réserves a cependant un coût: leur accumulation peut (parfois intentionnellement) perturber le taux de change et concourir à des pressions inflationnistes (si elles ne sont pas stérilisées). Un niveau élevé de réserves peut concourir à des déséquilibres mondiaux, en particulier s'il résulte du financement d'importants déficits courants à l'étranger (cf. chapitre 2). Enfin, la détention de réserves présente un coût d'opportunité (par rapport à la possibilité d'investir dans des actifs plus rentables).

(3) Ceci explique en partie les craintes exprimées par certains PED à l'égard des politiques monétaires extrêmement accommodantes menées actuellement par les PA.

(4) Par ailleurs, l'IDE présente d'autres caractéristiques souhaitées, comme la capacité de générer des effets de contagion (technologie, capital humain, recettes budgétaires, etc.), qui peuvent bénéficier à la croissance dans l'économie d'accueil.

### 4.3 Potentiel de croissance et qualité institutionnelle

La « capacité de soutenir des phases d'expansion plus longues et plus vigoureuses » est intimement liée au potentiel de croissance d'un pays. La résilience doit dès lors aussi être considérée sous cet angle. Le processus de rattrapage a été un moteur important de la croissance plus soutenue dans les PED, et il joue donc un rôle dans la résilience observée. L'avantage qu'il y a à partir d'un niveau de développement peu élevé provient essentiellement de l'abondance de facteurs pouvant être initialement alloués à des activités où ils génèrent des rendements substantiels (mais décroissants) et de la possibilité d'importer des technologies de l'étranger. Toutefois, la marge disponible pour ce type de croissance est par définition limitée, et semble déjà se réduire lorsque les pays atteignent des niveaux de revenus intermédiaires (Eichengreen et al. (2013)). Pour éviter de tomber dans de tels « pièges du revenu intermédiaire », les États doivent s'atteler à établir les institutions et les infrastructures de nature à favoriser la croissance de la productivité et, au bout du compte, à relever le niveau de vie. Dans leur analyse d'une série de pays qui ont réussi à se sortir de ce « piège », Agénor et Canuto (2012) soulignent l'importance de disposer d'infrastructures avancées (surtout les infrastructures de communication), d'institutions fortes veillant au respect des droits de propriété et de règles du marché du travail qui n'entravent pas l'adéquation optimale des travailleurs aux emplois. Ces conclusions sont étayées par des études antérieures qui mettent en lumière une association positive entre la qualité des institutions, d'une part, et les investissements et la croissance, d'autre part (cf. Aron (2000)).

## 5. Conclusions et défis à venir

L'importance des PED dans l'économie mondiale s'est considérablement accrue au cours des dernières décennies. Cela ressort de leur part croissante dans le commerce international et dans les flux de capitaux, ainsi que de leur aptitude à influencer la demande, les prix et la stabilité financière à l'échelle planétaire. Dans le même temps, leur profil de taux de croissance durablement plus élevé, moins volatil, voire moins synchronisé, a tranché avec celui des PA. Leur plus grande résilience semble être le fruit, notamment, de meilleurs cadres de politique économique, d'institutions plus performantes, de même que de la mise en œuvre de politiques économiques anticycliques. Si les PED n'ont certes pas été épargnés par la crise économique mondiale de 2008-2009, ces caractéristiques les ont aidés à limiter l'incidence négative de celle-ci et à mieux gérer la crise que lors de certains événements comparables dans le passé, lorsque des chocs externes avaient souvent été amplifiés au niveau national. En outre, et en dépit de

quelques exceptions régionales, telles que l'Europe centrale et orientale, les PED ont, en règle générale, rebondi plus rapidement et plus vigoureusement depuis la grande récession que les PA.

La résilience dépend dans une large mesure de facteurs que les autorités nationales peuvent directement contrôler, ou du moins influencer, par exemple en adoptant des cadres de politique économique adéquats et en veillant à ce que les fondamentaux macroéconomiques demeurent solides. Même dans des pays au fort potentiel de rattrapage, une croissance élevée n'est cependant pas acquise, comme l'a montré la période antérieure à 2000. Il appartient donc aux pays d'améliorer leur potentiel de croissance de façon soutenable et de lever les obstacles à la croissance. Dans certains cas, il peut s'agir de s'attaquer à la bureaucratie ou à la corruption ou, dans d'autres cas, de garantir l'égalité de traitement entre les entreprises privées et publiques. Les pays doivent, de surcroît, afficher un degré suffisant de flexibilité en vue de réagir aux transformations en cours dans leur environnement extérieur. Néanmoins, la mise en place de nouvelles institutions fortes et d'autorités compétentes (autorités de contrôle des marchés financiers, autorités de la concurrence, offices de brevets, etc.) prend du temps et s'avère onéreuse. La résilience permanente est donc un phénomène illusoire, notamment parce que l'un des facteurs qui y contribue, à savoir une marge de manœuvre économique suffisante, est limitée, et que cette dernière doit être rétablie une fois qu'elle a été épuisée. Dans une économie mondiale étroitement interconnectée, dans laquelle les avantages de l'intégration et les perturbations se transmettent souvent par les mêmes voies, un niveau raisonnable de prudence et de modération est dès lors recommandé afin d'éviter un recours excessif aux capitaux financiers ou une dépendance vis-à-vis de marchés ou de produits à l'exportation spécifiques.

Le présent article a montré comment l'influence à sens unique des PA s'est progressivement réduite et a fourni une série d'exemples qui illustrent la manière dont les PED ont, plus récemment, influencé les évolutions économiques mondiales. Ceci démontre en effet que l'interdépendance entre les PED et les PA s'opère de plus en plus dans les deux sens. Il a par ailleurs souligné le rôle singulier que la Chine a commencé à jouer, pour les PED en particulier, et, de façon plus générale, pour l'économie mondiale. Il reste maintenant à voir dans quelle mesure les modes de couplage et les mécanismes de transmission de chocs traditionnels seront affectés au fil du temps.

S'agissant des perspectives d'avenir, le poids relatif des PED devrait continuer de s'accroître, même si le rythme et la nature de ce processus s'accompagneront de nombreuses inconnues. Tandis que les PA, et en particulier la zone euro,

continuent d'être confrontés aux retombées de la crise financière, de nombreux PED sont eux-mêmes en train de revoir leurs modèles de croissance. À court terme, la résilience des PED sera sans doute à nouveau mise à l'épreuve, comme le suggère la récente révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2013 et 2014 du FMI, tant pour les PED que pour les PA (*Perspectives de l'économie mondiale*, mise à jour juillet 2013). Dans le même temps, l'importante politique de relance menée par la Chine apparaît de plus en plus comme une source potentielle de déstabilisation. Étant donné l'interdépendance des PED entre eux, d'une part, et entre les PED et les PA, d'autre part, cette évolution pourrait ainsi à nouveau se traduire par des corrélations plus synchronisées des cycles conjoncturels.

## Bibliographie

- Asian Development Bank (ADB) (2007), *Uncoupling Asia: Myth and reality*, Asian Development Outlook.
- Agénor P.-R. et O. Canuto (2012), *Middle-income growth traps*, World Bank Policy Research Working Paper 6210, September.
- Aron J. (2000), « Growth and institutions: A review of the evidence », *The World Bank Research Observer*, vol. 15, No. 1, February, 99-135.
- Baxter et Kouparitsas (2005), *Determinants of business cycle comovement: A robust analysis*, Journal of Monetary Economics 52 (2005), 113–157.
- BIS (2012); *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers 67, October.
- Borio C. et P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper 346.
- Cardarelli R., S. Elekdag et M. A. Kose (2010), « Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses », *Economic Systems Elseviers*, vol. 34, 333-356.
- Cesa-Bianchi A., M. Hashem Pesaran, A. Rebucci et TengTeng Xu, 2012, *China's emergence in the world economy and business cycles in Latin America*, Bank of Canada Working Paper 2012-32.
- Didier T., C. Hevia et S. L. Schmukler (2011), *How resilient and countercyclical were emerging economies to the global financial crisis*, World Bank Policy Research Working Paper 5637, April.
- Eickmeier S. et M. Kühnlenz (2013), *China's role in global inflation dynamics*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 07/2013.
- FMI (2012), « La résilience des marchés émergents et des marchés en développement sera-t-elle durable ? », *Perspectives de l'économie mondiale 2012*, chapitre 4.
- FMI (2013), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.
- FMI (2013), *Perspectives de l'économie mondiale*, mise à jour juillet 2013.
- Frankel J. A., C. A. Végh et G. Vuletin (2012), *On graduation from fiscal procyclicality*, NBER Working Paper 17619, November 2011, Revised July 2012.
- Kara, A. Hakan (2012), *Monetary policy in Turkey after the global crisis*, Central Bank of the Republic of Turkey, Working Paper 12/17.
- Kose A., C. Otrok et E. Prasad (2008), *Global business cycles: Convergence or decoupling?*, IMF Working Paper WP/08/143, June.
- Leduc S. et M. M. Spiegel (2013), *Is Asia decoupling from the United States (again)?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2013-10, May.
- Levchenko A. et P. Mauro (2007), « Do some forms of financial flows protect from sudden stops ? », *World Bank Economic Review*, 21 :3, September, 389-411.
- Mlachila M. et M. Takebe (2011), *FDI from BRICs to LICs: Emerging growth driver?*, IMF Working Paper WP/11/178, July.

OECD (2013), *OECD Economic Surveys: China*.

OECD (2013), *Interconnected economies: Benefiting from global value chains*.

OECD (2012), *Food and agriculture*, OECD Green Growth Study, OECD Publishing.

OECD-FAO 2013, *Agricultural outlook, 2013-2022*.

Pula G. et T. A. Peltonen (2009), *Has Emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, ECB Working Paper series 993, January.

Quah D. (2011), « The global economy's shifting centre of gravity », *Global policy*, vol. 2, issue 1, January, 3-9.

Rana P. B. (2013), *From a centralized to a decentralized global economic architecture: An overview*, ADBI Working Paper 401, January.

Roache (2012), *China's impact on world commodity markets*, IMF Working Paper WP/12/115, July.

Siklos P. L. (2012), *No coupling, no decoupling, only mutual inter-dependence: Business cycles in emerging vs. mature economies*, BOFIT Discussion Papers 17/2012.

Simola H. (2012), « How have emerging economies changed global price trends? », *Bank of Finland Bulletin*, 4/2012, Vol. 86.

Vegh C. A. et G. Vuletin (2012), *Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets*, NBER Working Paper 18175, June.

World Bank (2013), *Global monitoring report 2013: Rural-urban dynamics and the Millennium development goals*, Washington DC.

# Structure et répartition du patrimoine des ménages : une analyse menée sur la base de la HFCS

Ph. Du Caju<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Le patrimoine financier global des ménages peut être déduit des comptes financiers. Ces derniers, qui donnent un aperçu des créances et des dettes que les secteurs institutionnels nationaux présentent les uns envers les autres (sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques et ménages) et de celles de l'économie nationale vis-à-vis du reste du monde, font partie intégrante du système national des comptes. Le patrimoine réel global des ménages peut être jaugé sur la base des estimations du patrimoine immobilier et des prix de l'immobilier<sup>(1)</sup>. Ces sources d'informations macroéconomiques en disent cependant peu sur la répartition du patrimoine des ménages. Il faut pour cela disposer de données au niveau des ménages. Dans la mesure où il n'existe aucun registre patrimonial en Belgique et où les registres de ce genre tenus dans d'autres pays n'offrent jamais une image complète de tous les types d'actifs, il convient de procéder à des enquêtes si l'on veut avoir une idée de la distribution du patrimoine des ménages et de la composition de celui-ci. Les informations microéconomiques de ce type étaient jusqu'il y a peu difficilement disponibles, voire inexistantes, en Belgique. La constitution d'un *Household Finance and Consumption Network* (HFCN) au sein de l'Eurosystème a changé la donne. Ce réseau organise une enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS) dans tous les pays de la zone euro. Le présent article utilise les résultats finalisés de la première vague de cette enquête pour analyser la structure et la répartition du patrimoine des ménages.

L'article comporte quatre chapitres. Le premier fournit quelques explications sur la constitution et sur le contexte du HFCN, avant de se pencher sur le contenu et sur l'organisation de la HFCS. Le deuxième chapitre est consacré à l'analyse de la composition du patrimoine des ménages. Aux fins de celle-ci, une distinction est opérée entre les actifs réels et financiers. La HFCS se base sur une définition large des actifs réels et financiers des ménages et demande systématiquement aux ménages, d'une part, s'ils possèdent un certain type d'actifs et, d'autre part, quelle en est la valeur. L'enquête fournit donc des informations non seulement sur le taux de participation (la participation des ménages aux différentes formes de placement), mais aussi sur la valorisation de ces placements. Le troisième chapitre traite de l'endettement des ménages. S'il s'agit ici essentiellement de dettes hypothécaires – contractées dans le cadre de l'achat de la résidence principale propre ou d'un autre bien immobilier –, les dettes non hypothécaires, comme les lignes de crédit et les découverts bancaires, les soldes débiteurs sur les cartes de crédit et les autres crédits (crédit à la consommation, prêts automobiles, etc.), sont également prises en compte. Enfin, le quatrième chapitre analyse le patrimoine net des ménages, en accordant une attention particulière à la répartition du patrimoine net des ménages et en établissant une comparaison avec la répartition des revenus. Cette section propose également une recension avec les autres pays de la zone euro. La conclusion synthétise les principaux résultats obtenus sur la base de cette nouvelle source d'informations.

<sup>(\*)</sup> L'auteur remercie Laurent Van Belle pour le traitement statistique des données.

<sup>(1)</sup> Cf. Poullet Gh. (2013), « Le patrimoine immobilier par secteur institutionnel », BNB, *Revue économique*, juin, 87-101. Ces estimations donnent une idée du patrimoine immobilier global sur le territoire belge.

## 1. Le Household Finance and Consumption Network et l'enquête éponyme

Les comptes financiers constituent la source d'informations macroéconomiques classique généralement utilisée pour analyser la situation financière – et plus précisément les actifs financiers – des ménages. Dans la mesure où cette source d'informations macroéconomiques reste muette quant à la répartition du patrimoine des ménages, elle est à présent complétée par les données tirées d'enquêtes menées à l'échelon des ménages.

### 1.1 Contexte du HFCN et de la HFCS

En 2008, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de mener une enquête sur le comportement financier des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS) dans la zone euro. Un réseau de recherche spécifique, baptisé *Household Finance and Consumption Network* (HFCN), a été constitué à cette fin. Il regroupe des chercheurs, des statisticiens et des experts en sondage de la BCE, des banques centrales nationales (BCN) et de plusieurs instituts statistiques nationaux, ainsi que des consultants externes. La Banque nationale de Belgique est responsable du volet belge de l'enquête, mené conjointement par le département des Études et le département Statistique générale. L'objectif du réseau est de compléter les données macroéconomiques existantes tirées des comptes financiers par des informations microéconomiques à l'échelon des ménages. Ceci permet de mener des recherches scientifiques spécifiques et des analyses pertinentes afin d'appréhender les aspects liés à la répartition des actifs et des passifs. Les données individuelles pourraient éventuellement être utilisées, dans des cas précis, dans le but d'améliorer les comptes financiers.

Un article<sup>(1)</sup> de la Revue économique de la Banque de juin 2012 s'est déjà abondamment penché sur le fonctionnement du HFCN et sur l'organisation de la HFCS en Belgique. Le présent article en reprend quelques-uns des points essentiels. Le HFCN organise une enquête harmonisée sur le comportement financier des ménages dans les États membres de la zone euro. Celle-ci repose en partie sur les enquêtes qui existent déjà dans certains pays (par exemple en France, en Italie, aux Pays-Bas, en Espagne, ou encore aux États-Unis). La première vague de la HFCS a été menée dans tous les pays de la zone euro, à l'exclusion de l'Irlande et de l'Estonie, qui

intégreront la deuxième vague. Les entretiens de la première vague ont eu lieu en 2010 dans la plupart des pays – y compris en Belgique. Au total, plus de 62 000 ménages ont été sondés dans la zone euro, dont 2 364 en Belgique. La prochaine vague se déroulera en 2014 dans la plupart des pays. Il est prévu d'organiser dorénavant ce type d'enquête tous les trois ans. Lors de chaque vague à venir, une partie des ménages qui ont participé aux vagues précédentes seront réinterrogés. Ceci permettra de constituer un panel de ménages qui sera suivi dans le temps. Ce panel rend en outre l'enquête dynamique, ce qui offre de surcroît de nouvelles possibilités d'analyse et de recherche pour la détermination des politiques à adopter.

Les données brutes de la première vague ont été traitées au sein du HFCN, selon les procédures, les règles et le calendrier définis par le réseau. Il s'agit ici essentiellement d'« imputation » et d'« anonymisation » des données. L'imputation consiste à attribuer une valeur fictive – mais réaliste – aux données manquantes dans les réponses des personnes interrogées, en se référant à d'autres informations disponibles dans l'enquête. Une telle imputation est inévitable d'un point de vue statistique, le choix des ménages de ne pas répondre à certaines questions ne pouvant être considéré comme fortuit. Ainsi, les ménages les plus nantis seront naturellement aussi les plus réticents à communiquer la valeur de (certains de) leurs actifs. Les résultats pourraient par conséquent être faussés, et seule l'imputation permet de remédier à ce biais. Il y a lieu d'harmoniser ce processus entre pays, ce qui prend beaucoup de temps.

Du reste, les données doivent faire l'objet d'une anonymisation cohérente avant d'être mises à disposition. La protection des données privées des ménages participant à l'enquête constitue en effet une priorité absolue. L'anonymisation sur le plan statistique signifie non seulement que les données relatives à l'identité des répondants doivent être effacées, mais également qu'il convient de tout mettre en œuvre pour éviter que les informations fournies par l'enquête ne permettent de remonter jusqu'à des ménages ou des individus déterminés. Une fois encore, l'objectif est de parvenir à une uniformisation maximale des règles, tous pays et toutes enquêtes confondus. Enfin, les ménages de l'échantillon sont pondérés selon la part qu'ils représentent dans la population totale. Tous les résultats présentés ici sont fondés sur des données imputées et pondérées.

L'année de réalisation sur le terrain et de référence de l'enquête est 2010 pour la plupart des États membres (dont la Belgique). Dans certains pays, l'enquête a été menée un peu plus tôt ou un peu plus tard, en fonction des calendriers des enquêtes de même type qui y

(1) Cf. Du Caju Ph. (2012), « Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière », BNB, *Revue économique*, juin, 87-101.



préexistaient. Pour les prochaines vagues, le HFCN s'attachera à synchroniser davantage le calendrier de passage sur le terrain. À l'issue de la collecte des données brutes, les statisticiens des BCN et de la BCE ont procédé au traitement de l'input (processus coûteux en temps). Les données ont été adaptées (par exemple par l'ajout d'informations provenant d'autres sources et par la correction des incohérences) et les valeurs manquantes ont été imputées. Les données ont été publiées en avril 2013<sup>(1)</sup>.

L'objectif de la HFCS est d'étayer l'analyse stratégique menée par l'Eurosystème, en particulier en matière de politique monétaire et de stabilité financière. Les données qui reflètent l'hétérogénéité du secteur des ménages, telles que les recueille l'enquête HFCS, peuvent utilement compléter les données macroéconomiques (par exemple les comptes nationaux) en les enrichissant d'informations en matière de répartition (notamment sur l'asymétrie de la répartition des richesses). En tant que telles, les données de la HFCS permettent d'analyser le comportement de groupes de ménages spécifiques présentant un intérêt sous l'angle des politiques à mettre en œuvre : revenus les plus faibles et les plus élevés, déciles de patrimoine, ménages surendettés, ménages subissant des contraintes de crédit. Ainsi, la crise financière a montré que certains types de ménages – les ménages acculés par les dettes – exercent une influence assez importante sur les événements macroéconomiques. En outre, le groupe relativement restreint constitué des ménages les plus riches a un effet disproportionné sur les statistiques globales. Par ailleurs, les ménages sont confrontés à de lourds chocs idiosyncrasiques (comme la perte d'emploi), et les réactions des divers types de ménages aux chocs peuvent varier considérablement. Or, ces inégalités ne peuvent ressortir que de données de type microéconomique. En Belgique en particulier, où les données microéconomiques en matière de patrimoine sont rares, la HFCS apporte bon nombre d'informations nouvelles.

Le but ultime de la politique monétaire de l'Eurosystème est d'assurer la stabilité des prix. À cette fin, des instruments stratégiques, tels que le niveau des taux d'intérêt, sont utilisés. Or, une modification des taux peut avoir une incidence variable d'un groupe de ménages à l'autre, selon qu'ils sont prêteurs ou emprunteurs, propriétaires ou locataires. Ces groupes peuvent réagir différemment aux changements de politique. La transmission de la politique monétaire peut dès lors dépendre de la situation financière de certains groupes de ménages. Il importe donc,

pour les banques centrales, de cerner la répartition des richesses afin de pouvoir évaluer les modalités de la transmission de leur politique monétaire. Il n'y a bien entendu pas lieu d'entendre par là que la répartition des richesses peut être ajustée par la politique monétaire. Les données tirées des enquêtes sont utilisées pour concevoir et calibrer des modèles macroéconomiques intégrant des agents hétérogènes, afin de mieux appréhender plusieurs aspects de la transmission de la politique monétaire et de la stabilité financière.

La HFCS a pour objectif premier de récolter des informations microéconomiques structurelles sur les actifs et passifs des ménages de la zone euro. L'enquête collecte toutefois aussi des données fournissant d'autres renseignements (démographie, revenus, etc.) et permettant d'analyser leurs décisions financières. Les résultats d'enquêtes similaires déjà menées dans d'autres pays ont permis de procéder à des recherches et à des analyses intéressantes, concernant notamment la part de ménages supportant un endettement important ou excessif, la répartition – asymétrique – des richesses en général, et le constat de la réduction accrue de la consommation, en période de désendettement, par les ménages endettés.

Le présent article utilise les premiers résultats de la HFCS (2010) pour présenter la structure et la répartition du patrimoine des ménages. La HFCS tient uniquement compte des ménages privés et se limite aux membres de ceux-ci qui résident dans le pays au moment de l'entretien. Les ménages (personnes) qui vivent en institution ne sont pas pris en compte. Un ménage est défini comme toute personne isolée ou tout groupe de personnes occupant un seul et même logement privé et partageant les dépenses liées au coût de la vie<sup>(2)</sup>. L'analyse porte sur les aspects suivants :

- i. *Taux de participation* : la part de ménages (en pourcentage) qui détiennent une composante de patrimoine donnée. Le taux de participation donne donc un aperçu de la répartition des postes bilanciaux entre les ménages.
- ii. *Valeur médiane conditionnelle* : elle ne concerne que les ménages qui participent à une composante de patrimoine et fournit, pour ceux-ci, la valeur médiane en euros de cette composante. La médiane est la valeur d'un poste bilanciaux donné, telle que la moitié des ménages en détiennent moins et l'autre moitié plus. La médiane donne donc une valeur pour un ménage « à mi-chemin » de la distribution. Contrairement à la moyenne, la médiane n'est pas biaisée par les observations extrêmes. La valeur moyenne, qui s'obtient en divisant la valeur totale

(1) Cf. Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB Statistics Paper Series, 2, April.

(2) Pour une définition plus détaillée du concept de « ménage », cf. Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the First Wave*, ECB Statistics Paper Series, 1, April.

par le nombre de ménages participants, est fortement influencée par les valeurs extrêmes. Comme la répartition des richesses est assez inégale, avec à la clé des valeurs extrêmes qui influencent la moyenne, la préférence a été donnée aux valeurs médianes, qui permettent de mieux cerner le ménage « typique ». La HFCS recense systématiquement la valeur estimée telle que déclarée par les ménages eux-mêmes (cf. ci-dessous).

iii. *Comparaison* : des comparaisons sont effectuées entre les pays de la zone euro et entre les groupes de ménages, par exemple en fonction de la catégorie de revenus ou de la tranche d'âge. Ces comparaisons donnent une idée de la répartition des richesses entre les ménages.

## 1.2 Contenu de la HFCS

La HFCS fournit des données détaillées au niveau des ménages sur divers aspects de leur situation patrimoniale (actifs et passifs réels et financiers) ainsi que sur des variables connexes comme les revenus, les pensions, l'emploi, les donations et des critères de consommation. La HFCS procure des données représentatives par pays, lesquelles ont été collectées selon des modalités harmonisées dans les quinze États membres participants de la zone euro. Afin de définir avec précision le niveau du patrimoine total, la plupart des pays (dont la Belgique) ont également inclus dans l'échantillon un nombre relativement élevé de ménages fortunés<sup>(1)</sup>. Le questionnaire de la HFCS est assez détaillé. Pour les ménages qui possèdent de nombreux actifs et moyens financiers différents, les entretiens pouvaient durer plus d'une heure (voire parfois bien plus longtemps encore). Le questionnaire utilisé en Belgique se limite au tronc commun du questionnaire harmonisé au niveau du HFCN, complété uniquement par une série de questions ad hoc concernant l'incidence de la crise financière – également harmonisées au niveau de l'Euro-système. L'article de la Revue économique de juin 2012 consacré à cette matière en rend compte. Les réponses aux questions ont été formulées par la personne la mieux au fait des finances du ménage.

Le questionnaire se subdivise en neuf parties. La première porte sur les données démographiques du ménage. Ce volet fournit par exemple des informations sur la taille et le type de ménage, ainsi que sur l'âge, le sexe et le niveau de formation de ses membres. La deuxième

traite des actifs réels et de leur financement. Il s'agit ici surtout d'immobilier (principalement le logement propre) et des crédits hypothécaires y afférents. Elle fournit également des informations concernant les autres avoirs réels, essentiellement les véhicules. La troisième partie complète la précédente par des informations sur les dettes non hypothécaires, comme les crédits à la consommation. Une attention particulière est aussi accordée aux éventuelles limites de crédit auxquelles les ménages ont récemment été confrontés. La quatrième porte sur les entreprises propres et sur les actifs financiers. Outre l'entreprise propre (en ce compris les activités indépendantes) et les participations dans des sociétés non cotées, cette partie considère tous les instruments financiers auxquels les ménages sont susceptibles de recourir. La cinquième partie traite de l'emploi. Elle s'intéresse à la situation des membres du ménage sur le marché du travail. Les questions portent sur le statut (actif, retraité, etc.), la profession, le type de contrat, etc. La sixième a trait aux pensions. Ce volet a pour but d'examiner dans quelle mesure les membres du ménage sont couverts par un régime de pensions légal ou complémentaire. La septième partie, qui aborde les revenus du ménage, recense toutes les sources de revenus, des revenus du travail à d'autres sources de revenus (par exemple les revenus de placements), en passant par les allocations diverses. La huitième se penche sur les transferts entre générations, qu'il s'agisse d'héritages ou de donations. Enfin, la neuvième partie, consacrée à la consommation, est relativement courte. Elle comprend des questions quantitatives sur la consommation d'aliments et de boissons, ainsi que des questions plutôt qualitatives quant aux dépenses en général et par rapport aux revenus du ménage. Pour la deuxième vague de l'enquête, l'objectif est d'étendre cette partie du questionnaire. Le présent article utilise les résultats des parties principales (les plus détaillées) de l'enquête, à savoir les volets 2, 3 et 4 du questionnaire sur les actifs des ménages, réels et financiers, et sur leur endettement. Les informations fournies par les autres volets, en particulier le premier et le sixième (caractéristiques du ménage, informations démographiques et informations sur les revenus), présentent surtout un intérêt pour analyser les différences entre les ménages en matière de patrimoine. Les données de l'enquête seront bien évidemment exploitées dans le cadre d'études à venir.

Il convient de souligner que la valeur des actifs recensée par la HFCS a été estimée par les ménages eux-mêmes. Si nécessaire, et dans la mesure du possible, les enquêteurs encouragent les ménages à consulter des documents tels que relevés bancaires, déclarations d'impôts, etc. Cette vérification n'est bien entendu pas possible pour tous les actifs, comme par exemple les biens immobiliers. Interroger les ménages sur leur évaluation personnelle de leurs biens

(1) Dans la mesure où le patrimoine est concentré auprès d'un groupe relativement restreint de ménages fortunés (qui ne se laissent pas nécessairement facilement interroger), un échantillon totalement aléatoire nécessiterait une base relativement large pour être représentatif pour ce groupe également, ce qui s'avère rapidement très coûteux.

est un choix délibéré, le but étant en effet d'étudier le comportement financier des ménages. Il importe de comprendre comment les ménages jaugent eux-mêmes leurs avoirs et leurs dettes. C'est précisément cette perception qui déterminera le comportement et les décisions des ménages. Cette valeur estimée par les ménages ne correspond pas nécessairement toujours à la valeur marchande réelle, en particulier dans le cas des biens immobiliers, surtout lorsque l'acquisition n'est pas récente. De manière générale, l'évaluation de leurs avoirs par les ménages ne semble cependant pas en contradiction avec les sources d'information macroéconomiques disponibles, même en ce qui concerne l'immobilier (cf. également le chapitre 4). In fine, les résultats de l'enquête dépendent naturellement de la qualité des réponses données aux enquêteurs.

La suite de l'article propose un aperçu des différents actifs et passifs qui apparaissent dans la HFCS, ainsi que quelques données-clés sur les ménages belges permettant d'appréhender les résultats dans un contexte global<sup>(1)</sup>. Y sont mentionnés le nombre de ménages détenant un actif donné, c'est-à-dire le taux de participation en pourcentage de la population, et, pour les ménages participants, la valeur médiane de ce poste de l'actif.

D'après les résultats de la HFCS, 89,8 % des ménages possèdent des avoirs réels. La valeur médiane des actifs réels des ménages disposant d'avoirs réels (la valeur médiane conditionnelle) s'élève à 220 000 euros. La HFCS établit une distinction entre l'immobilier et les autres avoirs réels. Les avoirs immobiliers comprennent en premier lieu la résidence principale du ménage (pour les propriétaires de leur logement), puis d'autres biens immobiliers. Il peut s'agir ici de résidences secondaires, de résidences de vacances ou de biens mis en location. En Belgique, 69,6 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale, dont la valeur médiane conditionnelle est de 250 000 euros. Par ailleurs, 16,4 % des ménages possèdent un autre bien immobilier, dont la valeur médiane est de 174 000 euros.

Les véhicules constituent une deuxième catégorie d'actifs réels mesurés par la HFCS, qui sont principalement des automobiles, mais aussi, par exemple, des motos, des bateaux, des avions et des caravanes. En Belgique, 77,2 % des ménages comptent parmi leurs avoirs réels un véhicule, dont la valeur médiane conditionnelle est de 6 200 euros. La HFCS évalue également toute une série d'objets de valeur pouvant figurer dans le patrimoine réel d'un ménage. Les ménages sont sondés sur les objets leur appartenant, tels que bijoux, œuvres d'art, antiquités et autres collections pouvant être de valeur. En Belgique

toujours, 15,4 % des ménages déclarent posséder ce type d'avoirs, dont la valeur médiane se chiffre à 5 000 euros. Enfin, dernière composante importante du patrimoine réel prise en compte par la HFCS : les avoirs professionnels, en particulier les sociétés propres non cotées, comme les activités indépendantes et les entreprises familiales. D'après l'enquête, 6,6 % des ménages belges disposent d'un avoir de ce type, dont la valeur médiane conditionnelle s'élève à 50 000 euros par ménage participant.

La HFCS considère les actifs financiers au sens large, à l'exception toutefois des espèces ; 98 % des ménages belges détiennent en ce sens des actifs financiers. La valeur médiane de ces actifs s'élève à 26 500 euros. Ils sont essentiellement constitués de dépôts. Les statistiques de la HFCS publiées assimilent comptes à vue et dépôts d'épargne. En Belgique, 97,7 % des ménages possèdent des dépôts, pour une valeur médiane conditionnelle de 10 000 euros. Les fonds de placement comprennent tous les placements en fonds communs, indépendamment des valeurs sous-jacentes de ces fonds (actions, obligations, immobilier, etc.). En Belgique, 17,6 % des ménages disposent de ce type de fonds, dans lesquels ils investissent un montant médian de 20 400 euros. Les obligations et bons de caisse comptabilisés par la HFCS sont des actifs individuels et non des valeurs sous-jacentes de fonds communs. Ils peuvent avoir été émis par un État, par une banque ou par une autre entreprise. D'après l'enquête, 7,5 % des ménages belges sont en possession de ce type de titres, dont la valeur médiane conditionnelle atteint 30 800 euros. Comme pour les obligations, la HFCS établit une distinction entre les actions individuelles et les actions ou parts constituant la valeur sous-jacente d'un fonds commun de placement. Les actions concernent ici uniquement les parts dans des sociétés cotées. La HFCS comptabilise la valeur des parts dans des sociétés (familiales) non cotées à titre de composante de l'actif réel. L'enquête dénombre 14,7 % des ménages belges titulaires d'actions, dans lesquelles ils investissent un montant médian de 5 100 euros.

Pour ce qui est des pensions complémentaires et des assurances-vie, seule la valeur des plans et assurances individuels contractés sur une base volontaire est comptabilisée, la pension légale et les plans ou assurances complémentaires contractés au niveau de l'entreprise ou du secteur ne l'étant pas. Pour la Belgique, seul le « troisième pilier » est donc pris en compte dans l'actif financier. La valeur du capital des pensions légales et des pensions au niveau de l'entreprise ou du secteur est souvent très difficile, voire impossible, à évaluer, même si des estimations macroéconomiques de ces avantages peuvent être effectuées. En Belgique, 43,3 % des ménages disposent d'un plan de pension complémentaire

(1) Les chapitres qui suivent présentent des comparaisons internationales et des analyses structurelles de la répartition en Belgique.

personnel ou d'une assurance-vie, dont la valeur médiane conditionnelle s'établit à 19 900 euros. Bien qu'ils ne soient ni rapportés ni analysés séparément, la HFCS tient également compte de la valeur d'une série d'autres produits pour le calcul de l'actif financier total des ménages. Il s'agit ici de comptes de placement gérés par des tiers, d'options, de futures, de certificats liés à des indices, de métaux précieux, etc., et d'avoirs détenus auprès de tiers (par exemple des prêts à la famille ou à des amis).

La HFCS interroge les ménages non seulement sur leurs avoirs, mais aussi sur leurs dettes. Les résultats font apparaître que 44,8 % des ménages belges ont un crédit en cours et que la valeur médiane de leur solde restant dû (la valeur médiane conditionnelle) s'élève à 39 300 euros. L'enquête établit une distinction entre les dettes hypothécaires et autres. Ainsi, 30,5 % des ménages belges ont un ou plusieurs emprunts hypothécaires en cours. La valeur médiane conditionnelle du solde restant dû pour ces crédits est de 69 300 euros. Les autres dettes prises en compte par la HFCS sont les lignes de crédit et les découverts bancaires, les soldes débiteurs sur les cartes de crédit et d'autres emprunts, tels que les prêts automobiles ou les crédits à la consommation. En Belgique, 24,2 % des ménages ont contracté un emprunt non hypothécaire, la valeur médiane du solde débiteur s'élevant à 5 200 euros.

## 2. Composantes réelles et financières du patrimoine

La présente section analyse la composition et la répartition des actifs des ménages. Pour ce faire, l'on distingue les actifs réels des actifs financiers, avant de voir quelles en sont les différentes composantes, quels ménages détiennent ces actifs et quelle en est leur valeur. Les tableaux et graphiques présentent tout d'abord des résultats globaux pour la Belgique, pour la zone euro et pour cinq pays majeurs de la zone euro, à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas. Ça et là sont également donnés les résultats disponibles pour les autres pays de la zone euro. Rappelons toutefois que l'enquête ne sera menée en Irlande et en Estonie qu'à partir de la deuxième vague et que l'on ne dispose pas encore de résultats pour ces pays. Lorsque l'article fait référence à l'ensemble de la zone euro, il s'agit donc toujours de la zone euro à l'exclusion de ces deux pays. Outre les comparaisons internationales, ce chapitre examine plus en détail la répartition des actifs en Belgique entre les différents groupes de ménages présentant des profils différents sur le plan des revenus et de l'âge.

### 2.1 Actifs réels

Comme on l'a mentionné précédemment, la HFCS considère un large éventail d'actifs réels, non seulement l'immobilier mais aussi toute une série d'autres avoirs éventuels. La section qui suit propose une synthèse de la possession et de la valeur du patrimoine réel des ménages et de cinq types d'actifs réels, à savoir le logement propre, les autres biens immobiliers, les véhicules, les objets de valeur et les activités indépendantes (en ce compris les biens immobiliers qui font partie intégrante de l'entreprise).

La grande majorité des ménages, tant en Belgique (89,8 %) que dans la zone euro (91,1 %), détiennent des actifs réels, dont le poste principal est le logement propre. En Belgique, d'après la HFCS, 69,6 % des ménages sont propriétaires de leur logement, contre 60,1 % dans l'ensemble de la zone euro. Le pourcentage relativement élevé obtenu pour la Belgique est corroboré par d'autres sources disponibles et illustre la préférence marquée des ménages belges pour l'achat d'un logement propre. La propriété du logement propre est, de manière générale, très répandue dans les pays méridionaux de la zone euro. La participation est plus faible dans les pays septentrionaux (cf. également le tableau en annexe). Ainsi, le taux de participation est important en Espagne (82,7 %) et en Italie (68,7 %), alors qu'il est plus faible aux Pays-Bas (57,1 %), en France (55,3 %) et plus encore en Allemagne (à peine 44,2 %). Considérant le ménage médian dans le groupe des ménages propriétaires de leur logement en Belgique, la valeur de l'habitation s'élève à 250 000 euros (valeur médiane conditionnelle). Ce montant est comparable à celui relevé aux Pays-Bas (240 000 euros) et est supérieur à celui enregistré dans les autres pays et dans l'ensemble de la zone euro (180 300 euros). Ici, la situation du marché immobilier, et donc le moment où l'enquête a été menée (2010 pour la plupart des pays), revêtent de l'importance. La possession et la valeur du logement propre constituant l'actif réel principal de la majeure partie des ménages, cet aspect sera abordé plus en détail ci-après. Outre leur logement propre, 15 à 25 % des ménages possèdent d'autres avoirs immobiliers, avec un taux de participation relativement élevé dans les pays méridionaux de la zone euro.

Plus des trois quart des ménages possèdent un véhicule. La détention d'objets de valeur varie assez fortement d'un pays à l'autre ; des différences culturelles, la formulation de la question dans l'enquête et la manière

(1) En France, par exemple, les véhicules et les objets de valeur étaient considérés conjointement et les ménages pouvaient déclarer n'importe quel actif réel (même mineur), le taux de participation étant en fin de compte de 100 %.

**TABLEAU 1** PARTICIPATION DANS LES ACTIFS RÉELS

(pourcentages des ménages, valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros entre parenthèses)

	Actifs réels	Logement propre	Autres biens immobiliers	Véhicules	Objets de valeur	Activité indépendante
Belgique .....	89,8 (220,0)	69,6 (250,0)	16,4 (174,0)	77,2 (6,2)	15,4 (5,0)	6,6 (50,0)
Zone euro .....	91,1 (144,8)	60,1 (180,3)	23,1 (103,4)	75,7 (7,0)	44,4 (3,4)	11,1 (30,0)
Allemagne .....	80,2 (89,2)	44,2 (168,0)	17,8 (115,0)	70,9 (7,0)	13,2 (7,2)	9,1 (19,4)
Espagne .....	95,3 (201,7)	82,7 (180,3)	36,2 (120,2)	77,3 (6,1)	17,2 (3,0)	14,2 (50,8)
France .....	100,0 (124,1)	55,3 (193,8)	24,7 (115,9)		100,0 (4,3)	8,9 (53,1)
Italie .....	97,7 (176,0)	68,7 (200,0)	24,9 (100,0)	83,3 (8,0)	85,6 (2,0)	18,0 (15,0)
Pays-Bas .....	89,8 (198,8)	57,1 (240,0)	6,1 (165,5)	81,3 (6,0)	15,5 (3,5)	4,8 (51,7)

Sources: HFCS, BNB.

dont elle est interprétée par les ménages sont autant de facteurs qui jouent un rôle à cet égard<sup>(1)</sup>. En ce qui concerne l'entrepreneuriat, seuls 6,6 % des ménages belges déclarent exercer une activité indépendante, contre 11,1 % dans la zone euro. La valeur médiane de ce poste de l'actif s'établit à 50 000 euros en Belgique, contre 30 000 euros dans l'ensemble de la zone euro, où il s'agit donc en moyenne de plus petites entreprises. Une fois encore, la participation est en moyenne plus élevée dans le Sud de l'Europe (14,2 % en Espagne et 18 % en Italie) que dans le Nord (9,1 % en Allemagne, 8,9 % en France et 4,8 % aux Pays-Bas).

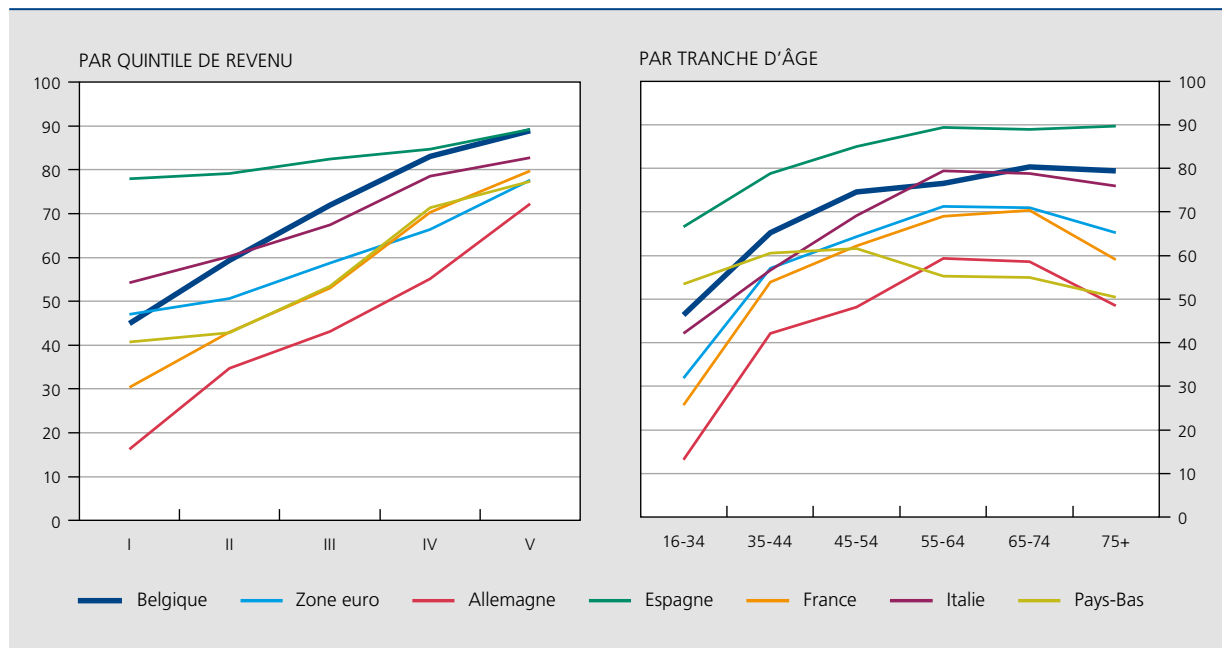
Les valeurs médianes du patrimoine réel, et des logements propres en particulier, font clairement apparaître que la possession ou non de la résidence principale du ménage (le logement propre) et la valeur de celle-ci constituent les principaux facteurs du patrimoine réel des ménages. La section qui suit examine plus en détail les caractéristiques des ménages qui détiennent des biens immobiliers et la valeur de ces biens. Une ventilation du taux de participation dans les biens immobiliers (logement propre) par revenu et par âge fournit une image plus précise de la propriété du logement propre. Pour ce faire, les ménages sont répartis dans chaque pays en cinq quintiles de revenu (les revenus étant classés par ordre croissant, de faibles à élevés) et en six tranches d'âge (de 16 à 34 ans, de 35 à 44 ans, de 45 à 54 ans, de 55 à 64 ans, de 65 à 74 ans et 75 ans et plus).

### 2.1.1 Profil de revenu de la propriété du logement propre

La HFCS interroge les ménages sur leurs revenus bruts, lesquels incluent, outre ceux du travail, ceux de transferts (pensions et allocations diverses) et ceux tirés d'actifs (locations, rentes, dividendes). La répartition des revenus est commentée plus en détail au chapitre 4.

Sans surprise, l'on dénombre relativement plus de propriétaires de leur logement propre parmi les ménages à revenus plus élevés que parmi les ménages à revenus plus faibles. La propriété du logement propre affiche clairement un profil de revenu croissant. Ainsi, le taux de participation du quintile de revenu le plus élevé en Belgique est de 88,9 %, tandis que celui du quintile de revenu le plus faible n'atteint que 45 %. Ce faisant, le groupe des revenus les plus faibles n'est pas plus souvent propriétaire du logement propre que dans l'ensemble de la zone euro (47 %), alors que le taux de participation des ménages à revenus moyens ou plus élevés en Belgique est quant à lui supérieur à la moyenne du reste de la zone euro. Abstraction faite du taux globalement plus important de la propriété du logement propre en Belgique, le profil de revenu est comparable à celui observé en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Il faut souligner à cet égard que la faible participation en Allemagne touche tous les quintiles de revenu. En Italie, et plus encore en Espagne, où la participation moyenne est relativement forte, le profil de revenu de la propriété du logement propre est moins pentu. Dans ces pays, plus de la moitié des ménages

**GRAPHIQUE 1** COMBIEN DE MÉNAGES SONT-ILS PROPRIÉTAIRES DE LEUR LOGEMENT PROPRE ?  
(pourcentages des ménages)



Sources : HFCS, BNB.

figurant dans le quintile de revenu le plus faible possèdent leur propre logement, une proportion qui grimpe même à 78 % en Espagne.

### 2.1.2 Profil d'âge de la propriété du logement propre

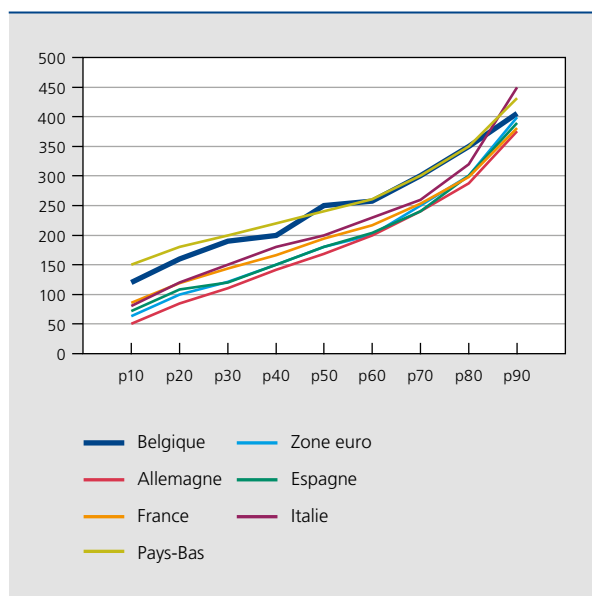
La HFCS sonde également les ménages sur l'âge des membres de la famille. Pour ventiler les variables relatives aux ménages (en l'occurrence, la possession de son propre logement) en fonction des caractéristiques des personnes qui les composent (en l'espèce, par âge), il convient de désigner une personne de référence dans le ménage, dont les caractéristiques seront alors retenues pour l'ensemble de celui-ci. Le présent article utilise, comme les publications du HFCN, la définition du groupe dit de Canberra. Les étapes séquentielles suivantes sont appliquées pour déterminer une personne de référence unique pour le ménage :

- i. le type de ménage est défini comme suit: a) l'un des époux ou l'un des cohabitants légaux dans un ménage avec enfants à charge, b) l'un des époux ou l'un des cohabitants légaux dans un ménage sans enfant à charge, etc.) un parent isolé avec enfants à charge;
- ii. la personne qui perçoit les revenus les plus élevés;
- iii. la personne la plus âgée.

Dans le cas d'un couple, la personne de référence est donc celle qui perçoit les revenus les plus élevés ou, lorsque les revenus sont équivalents, celle qui est la plus âgée.

Comme les revenus augmentent en général avec l'âge, le profil de revenu de la propriété immobilière se reflète en partie dans le profil d'âge. Cependant, d'autres facteurs liés à l'âge jouent également un rôle, les achats immobiliers à un âge précoce étant différés et la propriété du logement allant régressant à un âge avancé, notamment par des ventes ou des donations. La plupart des pays, dont la Belgique, présentent un profil d'âge similaire; la faible participation qui caractérise toutes les catégories en Allemagne se démarque une fois encore. Les Pays-Bas se distinguent par un profil d'âge relativement plat. L'on y dénombre autant de propriétaires de leur logement parmi les jeunes ménages que parmi les ménages plus âgés. Ce constat s'explique par la déductibilité fiscale étendue dont faisaient l'objet, jusqu'il y a peu, les remboursements d'intérêts aux Pays-Bas, avec à la clé un grand nombre de crédits hypothécaires de très longue durée (jusqu'à quarante ans, voire plus), accompagnés assez souvent du remboursement du capital à l'échéance. Ce système rend les crédits et, partant, les logements plus accessibles à un plus jeune âge. Cette situation a bien entendu aussi une incidence sur le taux d'endettement des ménages, auquel est consacré le troisième chapitre du présent article.

**GRAPHIQUE 2** ESTIMATION PERSONNELLE DE LA VALEUR DU LOGEMENT PROPRE  
(déciles, milliers d'euros)



Sources: HFCS, BNB.

### 2.1.3 Estimation personnelle de la valeur du logement propre

La mesure dans laquelle l'immobilier des ménages, et plus précisément leur résidence principale lorsqu'ils en sont propriétaires, contribue à leur patrimoine global est naturellement déterminée par la valorisation de ce bien immobilier. Dans la mesure où la plupart des logements n'ont pas été négociés ou construits récemment, l'on ne dispose dans la majeure partie des cas pas de leur valeur marchande exacte. Les ménages doivent donc évaluer eux-mêmes la valeur de leur logement en fonction du prix qu'ils pensent pouvoir en obtenir s'ils le mettaient en vente. Cette estimation dépendra de la situation du marché immobilier au moment de l'enquête (2010 pour la plupart des pays) et de l'évolution des prix de l'immobilier au cours des années précédentes. Ainsi, depuis 2002, les prix de l'immobilier ont augmenté plus vivement qu'en moyenne dans la zone euro en Belgique, à Chypre, en Espagne, en France et au Luxembourg. À l'inverse, les prix des logements n'ont progressé que modérément durant la même période en Allemagne, aux Pays-Bas, en Autriche et au Portugal. Ces facteurs influencent l'évaluation des biens immobiliers par les ménages dans ces pays<sup>(1)</sup>.

(1) Cf. également le chapitre 4.

(2) Comme on l'a dit, les dépôts figurant dans les statistiques publiées de la HFCS sont interprétés au sens large: ils comprennent tant les comptes à vue que les dépôts d'épargne.

Les ménages belges qui sont propriétaires de leur logement estiment en moyenne à 273 100 euros la valeur de leur bien, la valeur médiane conditionnelle s'établissant à 250 000 euros. L'immobilier est donc évalué à des prix plus hauts en Belgique que dans la plupart des autres pays de la zone euro. La moyenne atteint 216 800 euros, avec une pointe à 611 900 euros au Luxembourg et un creux à 68 700 euros en Slovaquie (cf. également le tableau en annexe). L'estimation de la valeur du logement en Belgique est également plus élevée en moyenne que par exemple en Allemagne (205 800 euros) ou en France (222 200 euros).

Lorsque l'on ventile les résidences principales dont les ménages sont propriétaires en déciles selon leur valeur estimée, il apparaît que la répartition est relativement uniforme. Plus précisément, une habitation figurant dans le premier décile (à hauteur de p10) a une valeur supérieure à 10 % de celle des logements du pays et inférieure à 90 % de celle des logements du pays; si l'on prend un logement à hauteur de p90, seuls 10 % des logements du pays ont une valeur supérieure. Les logements belges et néerlandais semblent, d'après l'appréciation des ménages, présenter sur l'ensemble de la distribution une valeur plus grande que dans le reste de la zone euro. Il n'y a qu'en Italie que les logements du décile le plus élevé ont une valeur supérieure à celle des logements belges et néerlandais. Abstraction faite de la valeur extrême pour le décile le plus haut en Italie, la ventilation est très similaire dans la plupart des pays. Il y a donc surtout une différence de niveau général des prix de l'immobilier entre les pays à prendre en compte, selon les résultats de la HFCS.

## 2.2 Actifs financiers

Outre les actifs réels, la HFCS couvre un vaste éventail d'actifs financiers. Pour les besoins de l'analyse, nous opérons une distinction entre les dépôts, les fonds de placement, les obligations et les bons de caisse, les actions et les plans de pension complémentaires et assurances-vie individuels.

La plupart des ménages sont titulaires de dépôts<sup>(2)</sup>. En revanche, la possession d'autres actifs financiers peut être qualifiée de plutôt faible, d'autant que, selon la théorie économique, les ménages répartissent leur patrimoine entre différentes formes d'actifs présentant des profils de risque et de rendement différents. C'est ainsi que, tant en Belgique que dans les autres pays, la possession d'actions ou d'obligations et de bons de caisse est inférieure à 15%. Par contre, la détention de pensions complémentaires et assurances-vie personnelles, c'est-à-dire ce qu'il est coutumier de qualifier de troisième pilier des pensions, est, quant à elle, relativement plus importante dans tous les pays.

**TABLEAU 2 DÉTENTION D'ACTIFS FINANCIERS**

(pourcentages des ménages, valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros entre parenthèses)

	Actifs financiers	Dépôts	Fonds de placement	Obligations et bons de caisse	Actions	Pensions complémentaires et assurances-vie
Belgique .....	98,0 (26,5)	97,7 (10,0)	17,6 (20,4)	7,5 (30,8)	14,7 (5,1)	43,3 (19,9)
Zone euro .....	96,8 (11,4)	96,4 (6,1)	11,4 (10,0)	5,3 (18,3)	10,1 (7,0)	33,0 (11,9)
Allemagne .....	99,3 (17,1)	99,0 (7,9)	16,9 (10,0)	5,2 (16,0)	10,6 (8,6)	46,5 (11,4)
Espagne .....	98,3 (6,0)	98,1 (3,5)	5,6 (13,9)	1,4 (19,2)	10,4 (6,1)	23,6 (7,4)
France .....	99,6 (10,7)	99,6 (6,5)	10,7 (6,9)	1,7 (12,0)	14,7 (6,9)	37,5 (10,6)
Italie .....	92,0 (10,0)	91,8 (5,9)	6,3 (20,0)	14,6 (20,0)	4,6 (10,9)	18,0 (10,1)
Pays-Bas .....	97,8 (34,7)	94,2 (10,1)	17,7 (7,1)	6,0 (15,5)	10,4 (5,6)	49,8 (53,2)

Sources: HFCS, BNB.

En Belgique, un ménage médian possède des dépôts d'une valeur de 10 000 euros. Un peu moins de 15 % des ménages détiennent des actions individuelles d'entreprises cotées en bourse, d'une valeur médiane de 5 100 euros à peine par ménage. Seuls 7,5 % des ménages possèdent des obligations ou des bons de caisse, d'une valeur médiane de 30 800 euros. La détention d'actions est donc plus élevée, mais pour un montant médian plus faible. Les fonds communs de placement, qui peuvent également comprendre des actions et/ou des obligations, sont entre les mains de 17,6 % des ménages belges. Le ménage médian y place (valeur médiane conditionnelle) 20 400 euros. Les fonds de placement ont ainsi plus de succès auprès des Belges que dans le reste de la zone euro. Le troisième pilier des pensions constitue un poste plus important de l'actif financier, et ce sous l'influence de la valeur et de la certitude/l'incertitude de la pension légale et des éventuelles pensions sectorielles ou professionnelles complémentaires. En Belgique, 43,3 % des ménages possèdent ce genre d'actifs financiers. Pour ces ménages, la valeur médiane de ces actifs s'établit à 19 900 euros, soit un montant supérieur à la moyenne de la zone euro. La détention est comparable à celle de l'Allemagne, mais, dans ce pays, la valeur médiane est beaucoup plus faible (11 400 euros). Aux Pays-Bas, tant la détention (49,8 %) que la valeur médiane (53 200 euros) de ces actifs financiers sont relativement importantes.

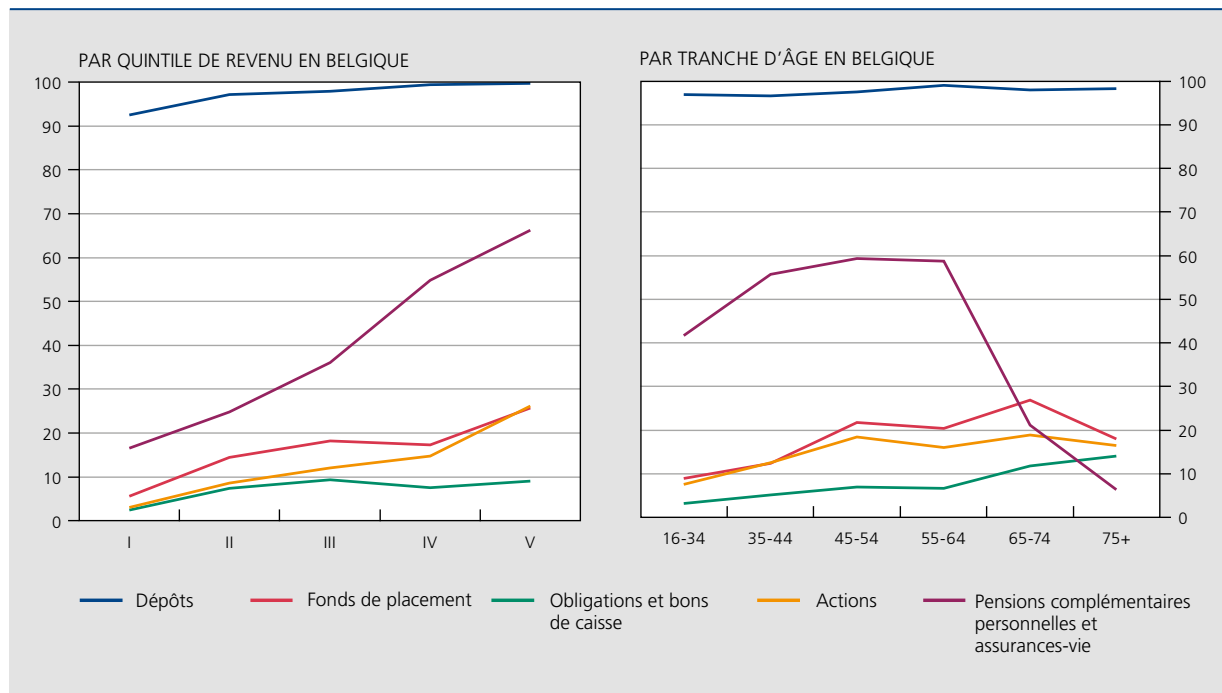
### 2.2.1 Profils de revenu et d'âge du patrimoine financier en Belgique

La présente section examine la corrélation entre le revenu et l'âge, d'une part, et le patrimoine financier, d'autre part. En dépit de la faible détention de la plupart des actifs financiers, l'on observe tout de même des profils de revenu et d'âge dans celle-ci. La valeur des placements financiers varie également en fonction du revenu et de l'âge des ménages.

Si l'on examine le profil de revenu de la détention d'actifs financiers (autres que les dépôts), l'on observe que la faible détention ne doit être quelque peu relativisée que pour les revenus les plus hauts. Ce n'est que dans le quintile de revenu le plus élevé que plus d'un ménage sur cinq possède des actions cotées en bourse ou des participations dans des fonds communs de placement. Le profil de revenu de la détention dans le troisième pilier des pensions est plus pentu : il varie entre moins de 20 % pour le quintile de revenu le plus bas et plus de 60 % pour le quintile le plus élevé. La détention de dépôts (comptes à vue inclus) est importante dans tous les quintiles de revenu. De manière générale, il y a donc peu de diversification du patrimoine financier, surtout pour les ménages à relativement faible revenu. Ils « placent » essentiellement en dépôts, tandis que le portefeuille médian des ménages disposant d'un revenu supérieur est un peu plus diversifié et comprend également, outre les plans individuels de pensions et assurances-vie complémentaires, des actions, des obligations et des fonds.



**GRAPHIQUE 3 DÉTENTION D'ACTIFS FINANCIERS**  
(pourcentages des ménages)



Sources: HFCS, BNB.

Le patrimoine se constitue au fil du temps: les ménages les plus jeunes disposent d'un patrimoine financier cumulé moindre, tandis que les ménages en âge de travailler s'attachent à le renforcer et que les ménages les plus âgés le réduisent progressivement en faveur de la consommation, en complément de leur pension. Ce cycle se manifeste déjà dans le profil d'âge de la détention d'actifs financiers, et a fortiori dans la participation aux plans de pension complémentaires individuels. Ici aussi, il convient de signaler que la première vague de l'enquête contient exclusivement des données transversales médianes, ce qui empêche actuellement la réalisation d'analyses diachroniques. Il en résulte que les différences observées entre les tranches d'âge sont l'incidence non seulement d'un cycle de vie mais aussi d'effets de cohorte, certaines générations ayant des habitudes spécifiques par rapport à d'autres. Ainsi, ce sont les ménages les plus âgés qui possèdent le plus d'obligations et de bons de caisse. Ils visent relativement moins les plus-values et relativement plus la liquidité et un revenu fixe (rente). Ce constat ne doit toutefois pas signifier uniquement qu'avec l'âge, les ménages placent davantage en obligations et en bons de caisse (effet de cycle de vie), il peut également indiquer que cette génération apprécie relativement plus cette

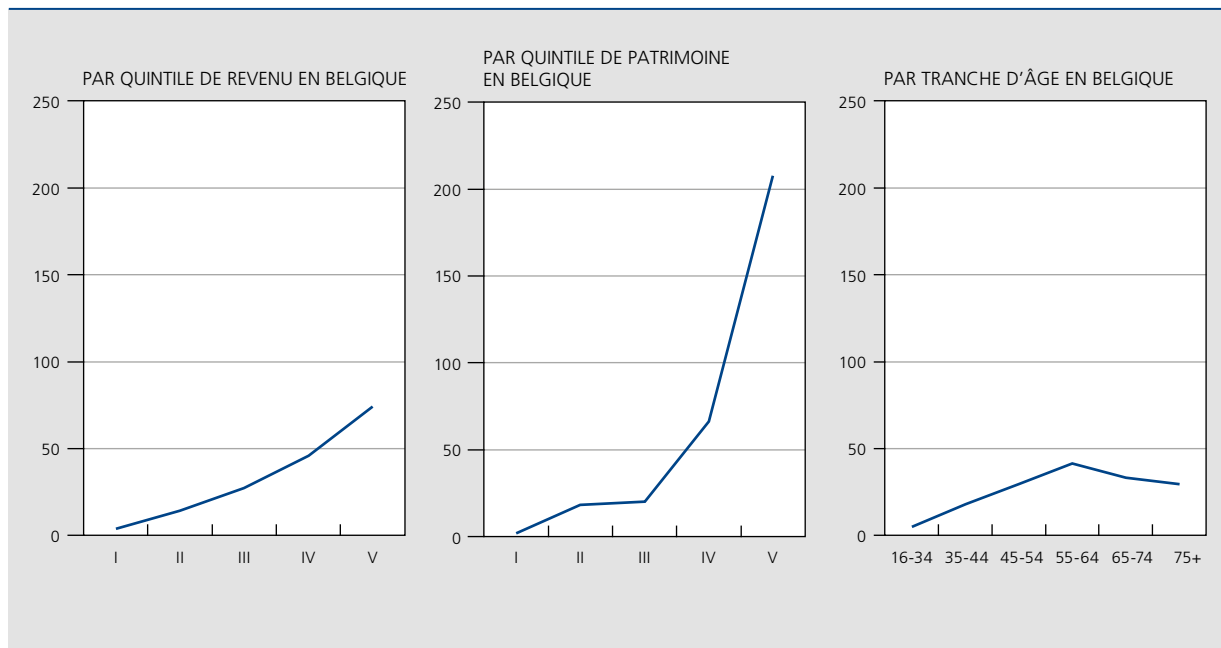
forme de placement que les générations suivantes (effet de cohorte).

S'agissant de la valeur médiane de l'actif financier, il s'avère que le ménage belge médian dispose d'un actif financier relativement important par rapport au reste de la zone euro (cf. également le tableau de l'annexe). La valeur médiane de l'actif financier s'élève à 26 500 euros pour un ménage belge, contre 11 400 euros dans l'ensemble de la zone euro. Seuls les ménages médians luxembourgeois (27 900 euros) et néerlandais (34 700 euros) possèdent un actif financier plus important. Aux Pays-Bas, les pensions complémentaires individuelles en sont l'explication principale. Au Luxembourg, c'est la richesse générale des ménages qui joue un rôle.

Le constat selon lequel la détention d'actifs financiers est privilégiée par les ménages issus de groupes aux revenus plus élevés tend déjà à montrer que ces actifs sont répartis de manière plutôt inégale au sein de la population. Cette répartition inégale est mise en évidence lorsque nous ventilons la valeur de l'actif financier total des ménages selon le revenu, le patrimoine et l'âge. La valeur de l'actif financier des ménages belges présente de fortes variations en fonction du revenu.

#### GRAPHIQUE 4 VALEUR MÉDIANE DES ACTIFS FINANCIERS

(milliers d'euros)



Sources : HFCS, BNB.

Dans le quintile de revenu le plus bas, l'actif financier médian ne s'établit qu'à 4.000 euros, et il s'accroît avec le revenu pour atteindre un actif financier médian de 74 000 euros dans le quintile de revenu le plus haut. Les revenus épargnés s'accumulent pour constituer des patrimoines tout au long de la vie et au fil des générations (par les héritages), il est illustratif de ventiler la valeur du patrimoine financier non seulement selon le revenu des ménages, mais aussi selon leur patrimoine net total<sup>(1)</sup>. Il s'avère alors que le profil de patrimoine de l'actif financier est beaucoup plus marqué que le profil de revenu, ce qui donne une première indication de la répartition inégale des patrimoines. Les actifs financiers se concentrent principalement chez les ménages les plus riches, en l'occurrence dans le quintile de patrimoine le plus élevé, qui détient un actif financier médian de plus de 200 000 euros. Enfin, il ressort clairement des chiffres que l'actif financier se forme progressivement au cours de l'âge d'activité professionnelle. La valeur médiane va de 5 100 euros pour les ménages les plus jeunes à 41 600 euros pour ceux de la tranche d'âge des 55-64 ans. Chez les personnes plus âgées, le patrimoine financier se réduit peu à peu, pour retomber à une médiane de 29 600 euros pour les plus de 75 ans.

(1) Il s'agit de la valeur de tous les actifs, diminuée de l'encours total des dettes. Cf. le chapitre 4 du présent article pour une analyse du patrimoine net des ménages.

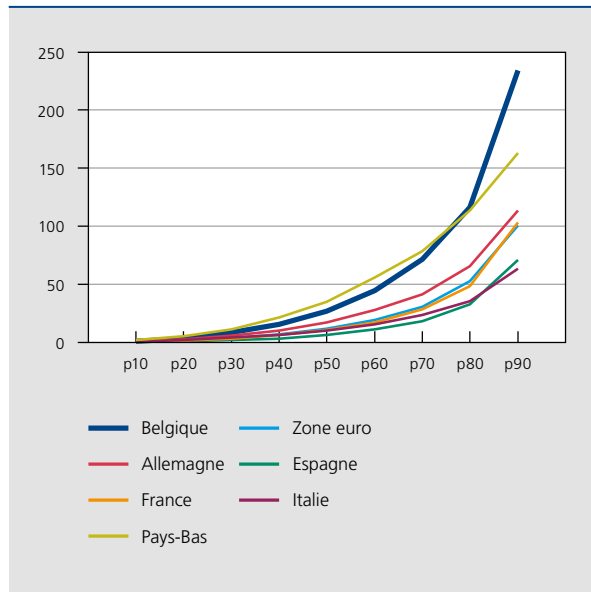
(2) Cf. également le tableau en annexe.

#### 2.2.2 Répartition du patrimoine financier

La répartition inégale du patrimoine financier se manifeste dès la différence entre le patrimoine financier moyen des ménages (109 400 euros pour la Belgique et 44 500 euros pour l'ensemble de la zone euro) et la valeur médiane de celui-ci (26 500 euros pour la Belgique et 11 400 euros pour l'ensemble de la zone euro)<sup>(2)</sup>.

L'image se précise si l'on divise la valeur du patrimoine financier en déciles, tout comme pour la valeur de l'immobilier au chapitre précédent. L'on observe alors un patrimoine financier assez modeste dans la moitié inférieure de la répartition, après quoi celui-ci augmente fortement et se condense essentiellement dans le décile supérieur. Un ménage se situant aux environs de p90 (seuls 10 % des ménages ont donc un patrimoine financier plus important) possède un actif financier de 234 300 euros en Belgique, contre 163 300 euros aux Pays-Bas, 113 300 euros en Allemagne, 103 300 euros en France, 71 000 euros en Espagne et 63 100 euros en Italie. Dans l'ensemble de la zone euro, la valeur p90 s'élève à 100 600 euros. Quoique ce montant soit bien moindre qu'en Belgique, le rapport entre p90 et p50 – une mesure de l'inégalité dans la moitié supérieure de la répartition – est de 8,8, tant en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro (cf. également le tableau en annexe).

**GRAPHIQUE 5 RÉPARTITION DU PATRIMOINE FINANCIER**  
(déciles, milliers d'euros)



Sources: HFCS, BNB.

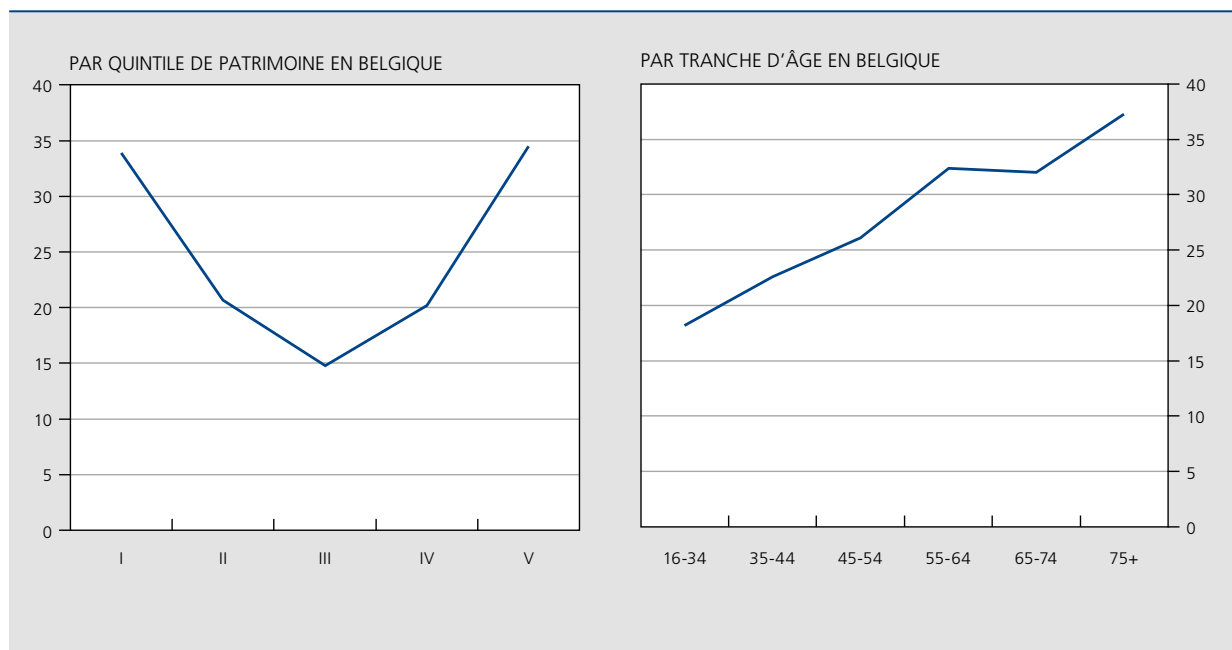
Pour clôturer ce chapitre nous examinons la composition du total de l'actif, en particulier la part de l'actif financier dans celui-ci. D'après les résultats de la HFCS, la part financière des ménages belges atteint 29,1 % du total de

l'actif ou patrimoine brut. Elle est plus élevée que dans tous les autres pays de la zone euro, où elle ne s'établit qu'à 16,8 % en moyenne (cf. également le tableau en annexe). Le poids du patrimoine financier dans le patrimoine total varie toutefois en fonction de l'ampleur du patrimoine et de l'âge des ménages. Les ménages issus du quintile de patrimoine le plus bas détiennent en moyenne près de 35 % de leur patrimoine sous la forme d'actifs financiers. Ils n'ont que peu ou pas de valeur immobilière. La part du patrimoine financier diminue alors avec le revenu, jusqu'à 15 % en moyenne pour le quintile de revenu intermédiaire. Ces ménages ont des participations bien plus importantes dans l'immobilier, qui représente dès lors une proportion accrue de leurs actifs. Les ménages plus riches, dans les deux quintiles supérieurs, accumulent, en sus de leurs actifs immobiliers, un portefeuille financier plus fourni. Le pourcentage de ces actifs financiers atteint une moyenne de 35 % pour le quintile de revenu le plus haut, complétant ainsi un profil en forme de U.

### 3. Dettes

La HFCS porte sur les dettes tant hypothécaires que non hypothécaires. Les ménages peuvent contracter des hypothèques pour acquérir leur propre résidence ou pour acheter un autre bien immobilier. Les dettes non hypothécaires

**GRAPHIQUE 6 PART DES ACTIFS FINANCIERS DANS LE TOTAL DE L'ACTIF**  
(pourcentages du total de l'actif)



Sources: HFCS, BNB.

**TABLEAU 3 DÉTENTION DE CRÉDITS**

(pourcentages des ménages, valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros entre parenthèses)

	Crédits	Crédit hypothécaire		Crédit non hypothécaire		
		Logement propre	Autre bien immobilier	Lignes de crédit et découverts	Cartes de crédit	Autres crédits
Belgique .....	44,8 (39,3)	28,5 (66,8)	3,2 (57,4)	6,2 (1,2)	6,3 (0,7)	17,9 (7,3)
Zone euro .....	43,7 (21,5)	19,4 (65,2)	5,6 (56,8)	10,2 (1,5)	4,3 (0,9)	22,4 (6,1)
Allemagne .....	47,4 (12,6)	18,0 (67,0)	6,0 (81,6)	19,8 (1,5)	3,4 (0,5)	21,7 (4,5)
Espagne .....	50,0 (36,0)	26,8 (54,3)	7,3 (80,0)	0,6 (12,0)	7,3 (0,8)	27,2 (8,0)
France .....	46,9 (18,4)	16,9 (60,9)	10,1 (22,4)	7,0 (0,9)	n. (n.)	28,7 (6,0)
Italie .....	25,2 (15,0)	9,6 (65,0)	1,6 (25,0)	3,6 (2,3)	1,4 (1,3)	15,3 (6,5)
Pays-Bas .....	65,7 (89,1)	43,9 (130,0)	2,5 (102,9)	20,8 (2,1)	4,6 (1,1)	24,6 (26,4)

Sources : HFCS, BNB.

que la HFCS prend en considération sont les lignes de crédit et les découverts bancaires, les soldes débiteurs sur les cartes de crédit et d'autres emprunts, tels les prêts automobiles ou les crédits à la consommation.

Le présent chapitre confronte les dettes hypothécaires et les dettes non hypothécaires. Nous réalisons une comparaison globale entre la Belgique et les autres pays de la zone euro, ainsi qu'une analyse structurelle de la répartition des dettes parmi les ménages belges.

La participation des ménages belges au marché du crédit (44,8 %) est similaire à celle du reste de la zone euro (43,7 %). Elle est relativement faible en Italie (25,2 %). Moins de 10 % des ménages italiens ont contracté un crédit hypothécaire, bien qu'un nombre assez considérable de ménages soient propriétaires de leur logement (68,7 %), ce qui s'explique notamment par la taille relativement volumineuse des ménages (regroupant parfois plusieurs générations sous un même toit) et par l'assez grande importance des successions et des donations intergénérationnelles. Pour les ménages qui ont souscrit un emprunt hypothécaire, le solde restant dû médian (65 000 euros) est comparable à ce qu'il est en Belgique (66 800 euros) et dans le reste de la zone euro (65 200 euros). Aux Pays-Bas, le nombre de ménages ayant contracté des crédits est nettement plus considérable (65,7 %). Ici aussi, la différence se

situe principalement au niveau des crédits hypothécaires. Aux Pays-Bas, 43,9 % des ménages ont souscrit un emprunt pour leur logement propre, bien que seuls 57,1 % des ménages soient propriétaires de leur habitation. De même, le solde restant dû médian (médiane conditionnelle) de l'emprunt hypothécaire pour le logement propre est relativement élevé aux Pays-Bas (130 000 euros). Cette situation est à rapprocher des caractéristiques institutionnelles spécifiques du marché du crédit aux Pays-Bas, où la durée des prêts est longue à très longue, étant même parfois étalée sur plusieurs générations, et où il n'est pas rare que l'intégralité du principal soit remboursée à l'échéance. Les Pays-Bas sont par ailleurs le seul pays où plus d'un cinquième des ménages ont des découverts bancaires ou des lignes de crédit, contre 6,2 % des ménages belges. Les autres crédits, surtout constitués de crédits à la consommation, sont utilisés par 15 à 30 % des ménages, pour des montants généralement moindres, à l'exception, de nouveau, des Pays-Bas, où l'encours médian de ce type de crédits atteint 26 400 euros.

Ci-après, nous abordons plus en détail la situation des ménages belges et nous examinons comment les différents types de dettes sont ventilés en fonction du niveau de revenu et de l'âge. Tout comme pour les actifs, nous étudions ici séparément l'incidence du revenu et de l'âge, dans une analyse bivariée. Qualitativement,

les profils de revenu et d'âge qui en découlent sont toutefois également confirmés dans une analyse multivariée, dans le cadre de laquelle nous considérons simultanément différents facteurs explicatifs<sup>(1)</sup>.

### 3.1 Profil de revenu des dettes des ménages belges

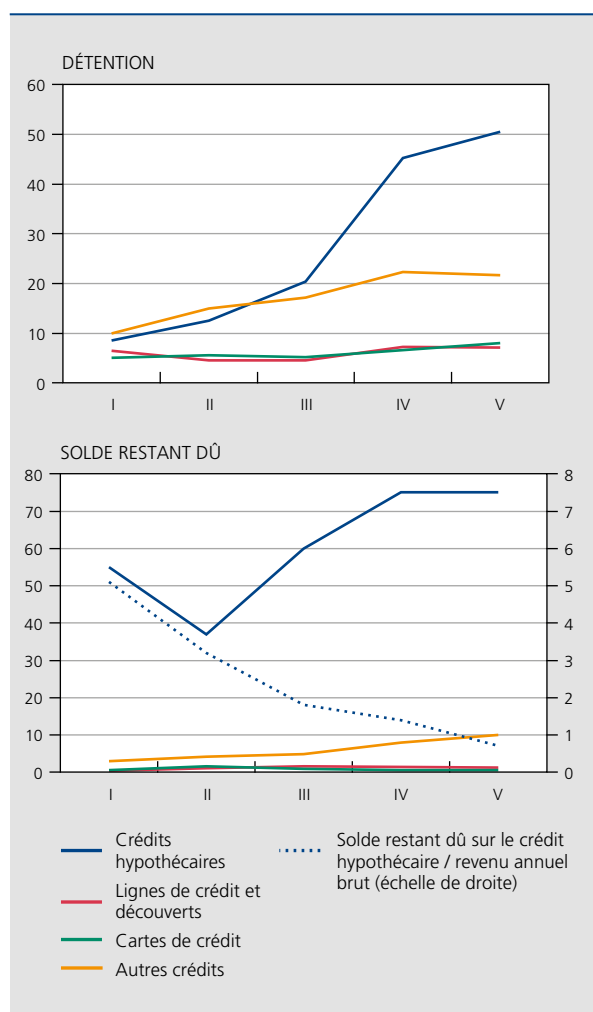
La détention de la plupart des formes de crédit présente un profil de revenu positif : les ménages disposant d'un revenu plus élevé sont davantage enclins à contracter des crédits ; ils sont mieux à même d'en supporter les remboursements. En outre, ils obtiennent plus facilement du crédit auprès de la banque.

Ce profil est particulièrement prononcé pour les emprunts hypothécaires : dans le quintile de revenu le plus bas, moins de 10 % des ménages ont souscrit un crédit hypothécaire (la possession d'immobilier n'y est pas très élevée) ; pour les ménages se situant dans le quintile de revenu le plus haut, cette part atteint plus de la moitié (ils sont également beaucoup plus souvent propriétaires de leur logement). Les ménages des quintiles de revenu supérieurs peuvent aussi supporter des emprunts plus importants. Le solde restant dû du crédit hypothécaire présente dès lors un lien positif avec le revenu du ménage. Cela ne signifie pas pour autant que l'endettement des ménages dont le revenu est plus élevé est plus difficile à supporter. Si l'on examine l'endettement par rapport au revenu, c'est-à-dire l'encours de la dette des emprunts hypothécaires divisé par le revenu annuel brut du ménage (le *debt-to-income ratio*), l'on voit clairement qu'il diminue avec le revenu. Le ratio « dette hypothécaire / revenu » médian s'établit à 1,3 en Belgique, mais, pour les ménages du quintile de revenu le plus bas, la médiane de ce ratio s'élève à 5, ce qui signifie qu'un ménage « médian » a besoin de cinq années complètes de revenus annuels bruts pour rembourser sa dette, ce qui représente tout de même un endettement considérable. Il s'agit toutefois ici d'une part limitée des ménages de ce quintile de revenu (le taux de participation est de 8,5 %), parmi lesquels essentiellement des jeunes ménages qui viennent d'emprunter et qui sont souvent destinés à bénéficier ultérieurement d'un revenu supérieur. Pour les ménages du quintile de revenu le plus élevé, le ratio « dette hypothécaire / revenu » médian est de moins d'un an.

Le taux de détention pour les autres crédits, principalement les prêts automobiles et les crédits à la consommation, augmente lui aussi quelque peu avec le revenu, passant de 10 % dans le quintile le plus bas à un peu plus de 20 % pour les revenus supérieurs. Les encours sont également un peu plus élevés pour les groupes de revenu supérieurs. La détention d'autres formes de crédit (lignes de crédit et découverts bancaires et soldes débiteurs sur cartes de crédit) est assez restreinte pour tous les groupes de revenu. Les encours médians sont assez faibles et ne présentent pas de profil de revenu marqué.

**GRAPHIQUE 7 CRÉDITS DES MÉNAGES BELGES, PAR QUINTILE DE REVENU**

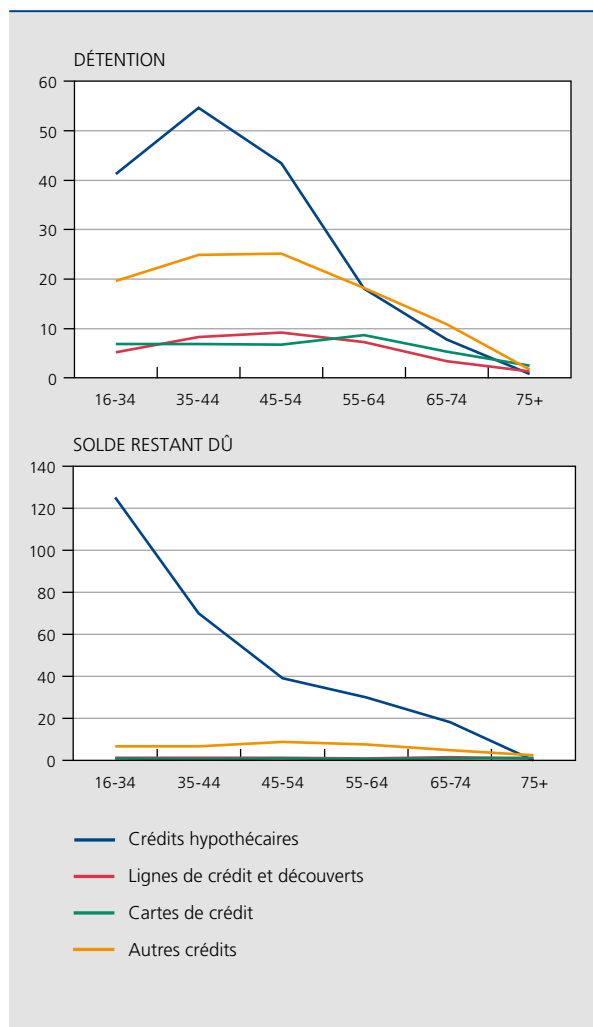
(pourcentages des ménages et valeurs médianes conditionnelles de l'encours de la dette en milliers d'euros, sauf mention contraire)



Sources : HFCS, BNB.

(1) Cf. Bover O., J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva et T. Zavadil (à paraître), *The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions*, ECB Working Paper.

**GRAPHIQUE 8 CRÉDITS DES MÉNAGES BELGES PAR TRANCHE D'ÂGE**  
(pourcentages des ménages et valeurs médianes conditionnelles de l'encours de la dette, en milliers d'euros)



Sources : HFCS, BNB.

### 3.2 Profil d'âge des dettes des ménages belges

Bien que la détention de crédits hypothécaires et le montant du solde restant dû augmentent avec le revenu, ils diminuent globalement avec l'âge. Alors qu'environ 40 % des plus jeunes ménages ont contracté un crédit hypothécaire, cette part grimpe à plus de la moitié pour les ménages dont la personne de référence a entre 35 et 44 ans, pour ensuite chuter et retomber à un taux presque nul chez les ménages les plus âgés. Le solde restant dû médian est le plus élevé pour les ménages les plus jeunes (l'âge de la personne de référence est inférieur à 35 ans), avec une valeur médiane conditionnelle légèrement supérieure à 120 000 euros. Ils viennent d'emprunter et peuvent généralement escompter une hausse de leurs

revenus. La médiane du solde hypothécaire restant dû baisse déjà de moitié pour les ménages dont la personne de référence a entre 35 et 44 ans, pour revenir à des valeurs faibles à très faibles pour les ménages les plus âgés. La richesse des données de la HFCS permet de réaliser une étude plus détaillée sur l'endettement des ménages en Belgique et dans la zone euro. Elle permet en particulier de déterminer quels ménages sont confrontés à un surendettement et quels facteurs peuvent expliquer ce phénomène. Une telle étude est actuellement en cours.

## 4. Le patrimoine net des ménages

Après un aperçu des différents actifs et passifs et de leur valorisation, nous pouvons calculer le patrimoine net des ménages, qui est égal à la valeur de l'ensemble des avoirs à l'actif diminuée de l'encours total des dettes au passif, tels que recensés par la HFCS. Il convient ici de rappeler que la valeur du capital des pensions légales et des pensions complémentaires prévues par les entreprises et les secteurs n'est pas reprise dans le calcul du patrimoine net total.

### 4.1 Répartition du revenu et du patrimoine en Belgique

La HFCS collecte, outre des données sur le patrimoine (objet principal de l'enquête), des informations sur le revenu des ménages (à titre de variable supplémentaire). En effet, les patrimoines sont constitués par l'accumulation du revenu épargné (outre l'incidence des transferts intergénérationnels et intersectoriels, par exemple à destination des administrations publiques par la voie des impôts et taxes). Cela permet d'étudier en parallèle la répartition des richesses et des revenus entre les ménages.

En Belgique, un ménage « médian » a un patrimoine net de 206 200 euros. Le patrimoine net moyen s'établit quant à lui à 338 600 euros. La moyenne est donc sensiblement supérieure à la médiane, ce qui indique une répartition inégale des richesses et une concentration des patrimoines élevés au sein d'un nombre relativement faible de ménages. Le même constat vaut pour les revenus, fût-ce dans une moindre mesure. La médiane du revenu annuel brut d'un ménage est de 33 700 euros et la moyenne de 49 500 euros. Cette répartition plus inégale des patrimoines que des revenus transparaît également si l'on ventile les ménages par quintiles de revenu et quintiles de patrimoine. Il s'avère alors que la différence entre l'inégalité des revenus et celle des patrimoines se manifeste principalement aux extrémités inférieure et supérieure de la répartition. C'est ainsi que sur l'ensemble des ménages belges, les 20 % les plus nantis possèdent 61,2 % du

patrimoine total. De ces mêmes ménages, les 20 % qui touchent les revenus les plus élevés perçoivent 52 % de l'ensemble des revenus du pays. À l'autre bout de la répartition, les 20 % les plus pauvres ne détiennent que 0,2 % du patrimoine total des ménages belges et les 20 % aux revenus les plus bas totalisent quant à eux 3,5 % du revenu global des ménages belges.

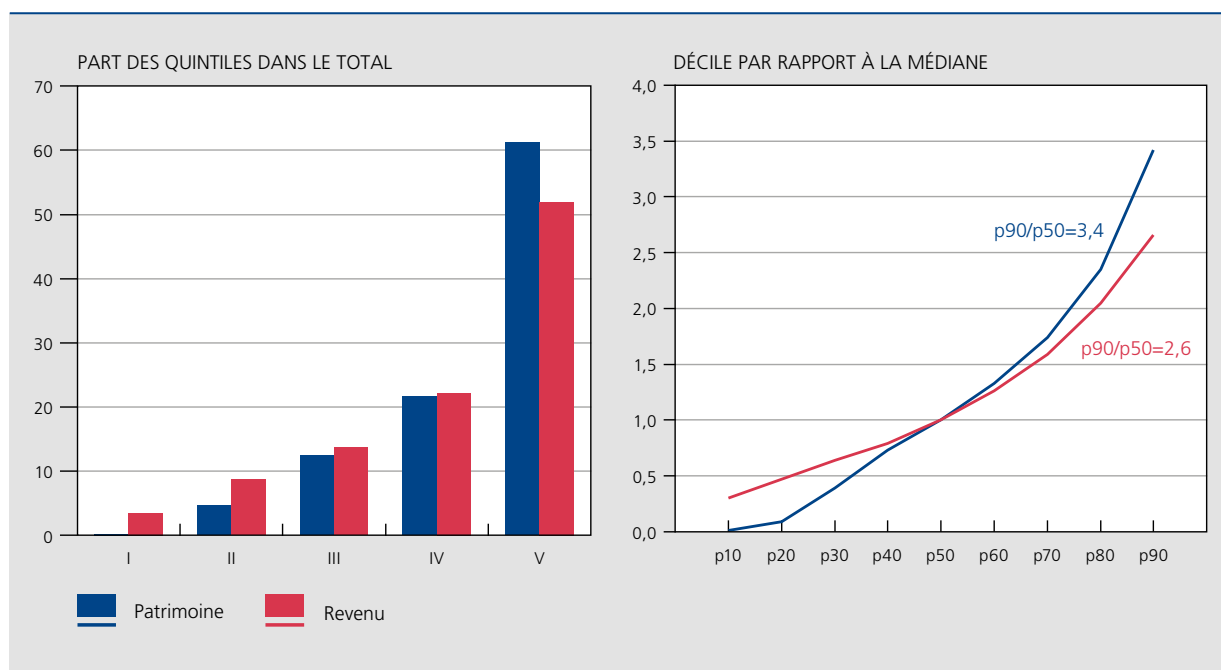
Tout comme pour les actifs réels et financiers, nous pouvons diviser le patrimoine net en déciles. En divisant les déciles (p 10 à p90) par la médiane (p50) et en présentant le résultat sous la forme d'un graphique, nous appréhendons la relative inégalité des revenus et des patrimoines, et le point de la répartition où les inégalités se font le plus sentir. Le rapport p90/p50 s'établit à 3,4 pour le patrimoine belge. Cela signifie qu'un ménage se situant à la position p90 (soit un ménage au patrimoine net supérieur à celui de 90 % des ménages du pays, c'est-à-dire un ménage riche « typique ») possède un patrimoine net 3,4 fois supérieur à celui d'un ménage « médian ». Ce ratio p90/p50, qui illustre donc l'inégalité dans la moitié supérieure de la répartition, est de 2,6 pour les revenus en Belgique.

## 4.2 Comparaison internationale de la répartition du patrimoine

Le patrimoine net varie donc fortement d'un ménage à l'autre. Certains ménages n'en ont (pratiquement) pas, alors que d'autres sont très fortunés. Une série de critères peuvent être utilisés pour résumer et comparer la répartition entre les différents pays. Tant la médiane que la moyenne sont des statistiques récapitulatives de la répartition du patrimoine. Ces deux concepts présentent une certaine utilité, tout en ne donnant qu'une idée très partielle de la répartition complète. Le patrimoine net moyen est simplement le patrimoine total divisé par le nombre de ménages. Ce type de moyenne est particulièrement sensible à l'influence des valeurs extrêmes (*outliers*). En particulier en matière de mesure du patrimoine, où un faible pourcentage de ménages peut posséder un patrimoine très important, la moyenne n'est pas toujours un indicateur très parlant. Le patrimoine net médian indique le milieu de la répartition : celui de la moitié des ménages est moindre et celui de l'autre moitié est plus important. La médiane donne donc une image du ménage qui occupe le milieu de l'échelle.

Les écarts entre pays de la zone euro sur le plan du patrimoine des ménages sont considérables (cf. tableau en annexe). Le patrimoine net médian des ménages varie

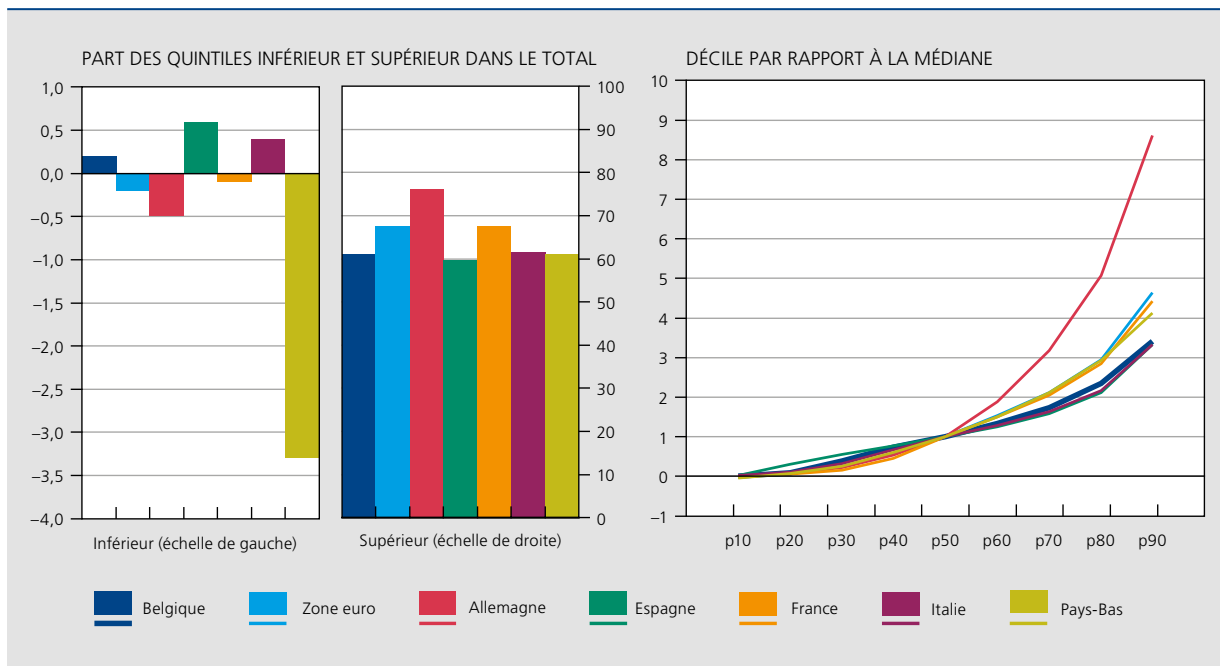
**GRAPHIQUE 9 RÉPARTITION DES REVENUS ET DES PATRIMOINES EN BELGIQUE**  
(pourcentages du total, sauf mention contraire)



Sources : HFCS, BNB.

## GRAPHIQUE 10 RÉPARTITION DU PATRIMOINE: COMPARAISON INTERNATIONALE

(pourcentages du total, sauf mention contraire)



Sources : HFCS, BNB.

entre 51 400 euros en Allemagne et 397 800 euros au Luxembourg. Il est de 109 200 euros pour l'ensemble de la zone euro et de 206 200 euros en Belgique. Le patrimoine net moyen des ménages varie entre 79 700 euros en Slovaquie et 710 100 euros au Luxembourg. Il est de 230 800 euros dans la zone euro et de 338 600 euros en Belgique. Nous reviendrons plus loin sur les écarts absolus de patrimoine net entre les différents pays.

Comme nous avons eu l'occasion de l'illustrer plus haut pour les revenus et les patrimoines en Belgique, le ratio  $p90/p50$  illustre l'inégalité enregistrée dans la moitié supérieure de la distribution. Les pays de la zone euro varient considérablement entre eux en ce qui concerne la répartition de la richesse. Le ratio  $p90/p50$ , qui exprime le rapport entre un ménage fortuné « typique » et un ménage situé au milieu de la distribution, varie de 2,5 en Slovaquie à 8,6 en Allemagne; il s'élève à 3,4 en Belgique et à 4,6 dans l'ensemble de la zone euro.

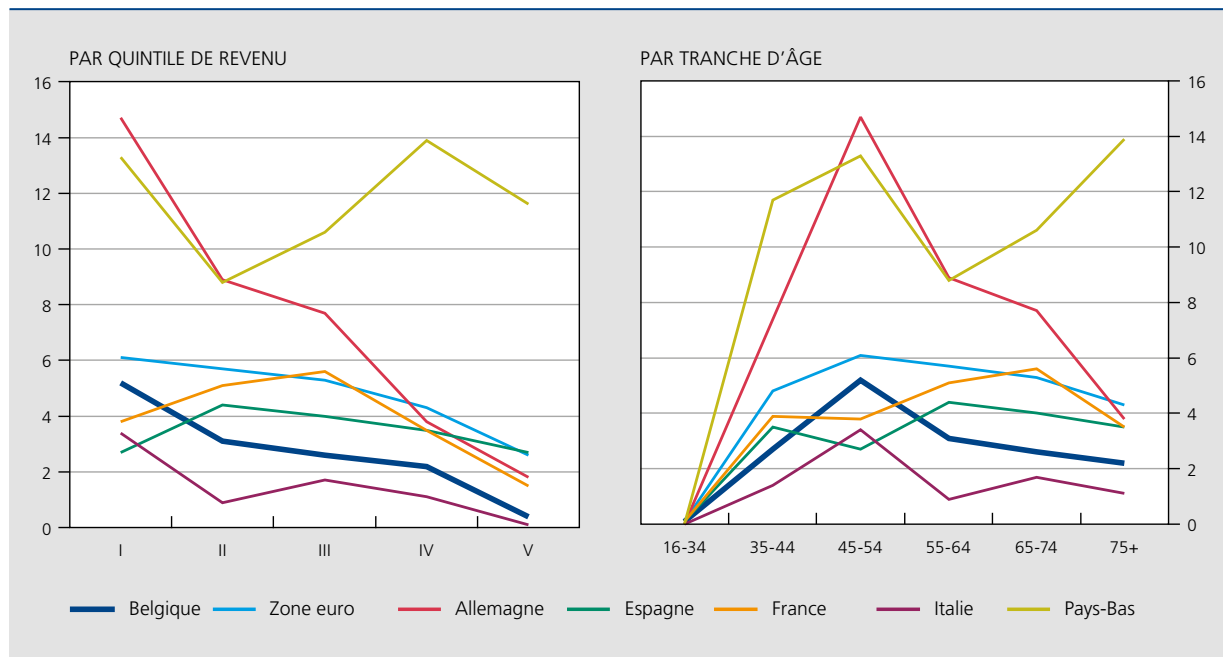
Nous savons que la part du quintile le plus pauvre dans le patrimoine global des ménages d'un pays est très petite. Celle-ci peut même être négative si ce groupe de ménages a en moyenne un patrimoine négatif (le montant des dettes est supérieur à celui des actifs). C'est par exemple particulièrement le cas aux Pays-Bas et, dans une moindre mesure, en Allemagne. Dans ces pays, surtout

aux Pays-Bas, la répartition du patrimoine est assez fortement inégale dans le bas de la distribution. Nous avons par ailleurs constaté que, de manière générale, le quintile le plus riche représentait une part disproportionnellement élevée du patrimoine net global du pays. Cette part s'établit à 61,2 % en Belgique, contre 67,7 % dans l'ensemble de la zone euro. En Allemagne, elle est relativement importante (76,3 %). C'est donc non seulement dans la partie inférieure de la distribution, mais également dans sa partie supérieure que le patrimoine allemand est réparti de manière relativement plus inégale que dans d'autres pays, et certainement qu'en Belgique. Ce constat est encore plus manifeste si l'on recalcule les déciles de patrimoine ( $p10$  à  $p90$ ) et que l'on divise chaque décile par la médiane ( $p50$ ). La présentation du résultat sous la forme d'un graphique met en exergue l'inégalité de patrimoine dans le haut de la distribution et les écarts entre pays. Une étude plus détaillée de la répartition des revenus et des patrimoines sur la base des données de la HFCS est actuellement en cours.

La part restreinte du quintile le plus bas dans le patrimoine global s'avère donc être liée en partie à un groupe de ménages qui ont davantage de dettes que d'actifs, en d'autres termes un patrimoine net négatif. La part des ménages présentant un patrimoine négatif est non négligeable aux Pays-Bas (11,7 %) et en Allemagne (7,4 %). En Belgique, il



**GRAPHIQUE 11** MÉNAGES AYANT UN PATRIMOINE NET NÉGATIF  
(pourcentages des ménages)



Sources : HFCS, BNB.

s'agit de 2,7 % des ménages, contre 4,8 % dans l'ensemble de la zone euro (cf. également le tableau en annexe). En Allemagne, ces ménages se situent donc essentiellement dans les quintiles de revenu inférieurs, alors qu'aux Pays-Bas, un relativement grand nombre de ménages des quintiles de revenu supérieurs affichent eux aussi un patrimoine net négatif. L'encours important des crédits hypothécaires et l'atonie du marché immobilier contribuent à cet état de fait. Dans les autres pays, la part des ménages ayant un patrimoine net négatif est moindre et présente un lien négatif avec le revenu. Elle est la plus élevée dans les tranches d'âge intermédiaires. Ces groupes ont des dettes hypothécaires plus importantes et ont éventuellement déjà subi une dépréciation de leur patrimoine immobilier depuis la conclusion de l'emprunt.

### 4.3 Comparaison internationale du patrimoine net

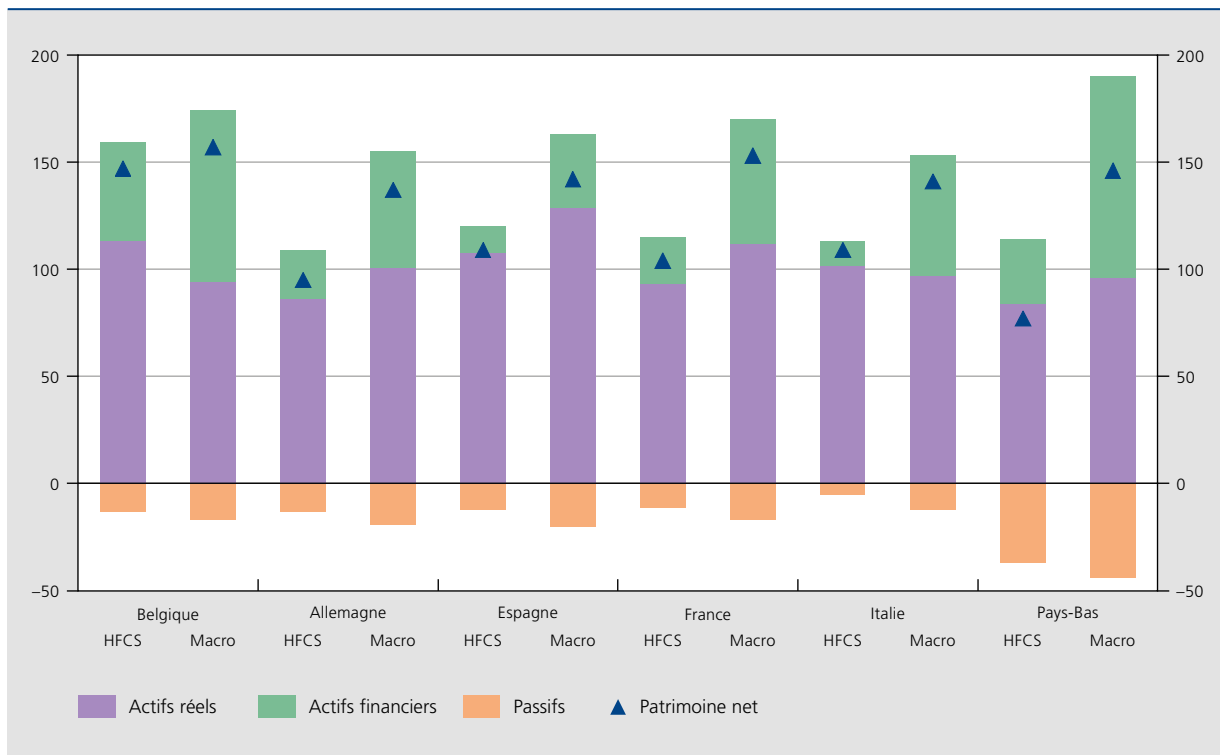
Bien que la HFCS soit basée sur un questionnaire commun et que de très nombreux efforts aient été consentis pour assurer la comparabilité des résultats entre pays, il convient d'interpréter les écarts entre États avec prudence (en particulier en ce qui concerne les écarts absolus entre médianes et moyennes). Il y a incontestablement des divergences entre pays en matière de caractéristiques

des ménages, de facteurs institutionnels et de facteurs liés à l'environnement macroéconomique. Ainsi, la HFCS mesure le patrimoine au niveau des ménages, mais il y a des différences dans la composition de ceux-ci (taille, nombre de membres en âge de travailler). En outre, l'on observe des variations considérables en ce qui concerne le patrimoine dit « public », non seulement en matière de pensions et de logement (logements sociaux et autres logements aux mains des administrations publiques), mais aussi pour ce qui est de la dette publique, qui doit en principe être remboursée tôt ou tard par les ménages, par la voie des impôts et taxes. Il peut aussi y avoir des divergences dans les préférences pour les actifs réels et financiers. Autres éléments d'une importance capitale : la situation sur le marché immobilier du pays et le degré de recours au crédit (ainsi que les modalités des emprunts) pour l'acquisition de biens immobiliers. Enfin, le patrimoine d'un secteur donné, en l'occurrence celui des ménages, ne peut être dissocié des autres secteurs (administrations publiques et entreprises). Dans le même esprit, l'analyse de l'ensemble d'une économie doit également tenir compte de la position extérieure nette de l'État par rapport au reste du monde.

Il convient par ailleurs d'être prudent dans la combinaison des approches microéconomiques et macroéconomiques. Ainsi, les impôts et taxes représentent un transfert

**GRAPHIQUE 12 PATRIMOINE NET PAR HABITANT : COMPARAISON INTERNATIONALE**

(milliers d'euros)



Sources : HFCS, BNB.

de patrimoine de secteurs intérieurs (en l'occurrence les ménages) aux administrations publiques. La pression fiscale exerce alors une influence sur le patrimoine des ménages tel que mesuré par les enquêtes, alors même que la prospérité du pays reste dans son ensemble inchangée. De plus, une partie du patrimoine des ménages peut être détenue sous la forme d'obligations d'État. L'enquête inscrit cette dette de l'État qui se trouve entre les mains des ménages à l'actif de ces derniers, alors qu'il s'agit d'une opération blanche sur le plan du patrimoine net global du pays. La prospérité des ménages telle que mesurée par la HFCS ne tient donc pas compte des dépenses et des dettes publiques. Les données de l'enquête sur le patrimoine des ménages sont muettes quant à la situation des autres secteurs (entreprises, administrations publiques, État vis-à-vis de l'étranger). Elles se prêtent donc moins à l'analyse de la richesse globale d'un pays ou pour comparer cette richesse nationale avec celle d'autres États.

Selon la HFCS, le ménage belge « médian », c'est-à-dire celui qui occupe le milieu de l'échelle, possède un patrimoine net de 206 200 euros (pour un patrimoine net moyen de 338 600 euros), ce qui est sensiblement plus que le ménage médian de l'ensemble de la zone euro

(109 200 euros) et que celui de la plupart des autres pays de la zone euro. Le Luxembourg, Chypre et Malte sont les seuls États où la médiane est plus élevée. La HFCS permet de prendre en considération la taille des ménages et de calculer ainsi le patrimoine par habitant. Afin de confirmer les résultats de la HFCS, l'on peut en partie comparer les calculs avec des données d'autres sources macroéconomiques (comptes nationaux et estimations des BCN, par exemple en matière de patrimoine immobilier) et avec d'autres enquêtes, comme les SILC (*Statistics on Income and Living Conditions*) ou SHARE (*Survey on Health, Ageing and Retirement in Europe*), en gardant à l'esprit que la comparabilité est limitée en raison de différences quant aux notions de ménage et de patrimoine. C'est ainsi que, dans les statistiques macroéconomiques publiées, les associations sans but lucratif qui fournissent des services aux ménages sont généralement enregistrées dans le secteur des ménages, alors que la HFCS les ignore. Comme on l'a mentionné, la HFCS n'inclut pas dans le patrimoine financier la valeur du capital des pensions légales et des pensions complémentaires prévues par les entreprises et les secteurs, contrairement à ce qui se fait, dans la mesure du possible, pour les statistiques macroéconomiques. De manière générale,

les enquêtes appréhendent mieux les actifs réels que les actifs financiers. Par rapport à d'autres sources, les résultats de la HFCS pour la Belgique s'avèrent plausibles: ils couvrent 94 % du patrimoine net total à l'aune de sources macroéconomiques.

Pour assurer la comparabilité avec des sources macroéconomiques, il convient de se pencher sur les moyennes plutôt que sur les médianes. Selon la HFCS, les ménages belges détiennent en moyenne un patrimoine net de 147 000 euros par habitant (157 000 euros d'après les estimations macroéconomiques, dont nous venons d'évoquer la comparabilité limitée). Les écarts internationaux en matière de patrimoine par habitant tels que recensés dans les estimations macroéconomiques des pays où elles sont disponibles sont inférieurs à ceux calculés d'après la HFCS. Ce constat illustre que les différences d'une enquête à l'autre (par exemple la mesure dans laquelle les ménages les plus riches participent aux entretiens) peuvent jouer un rôle et que les enquêtes comme la HFCS ne sont pas conçues pour mesurer le patrimoine total (donc la moyenne) d'un pays. Elles visent plutôt à analyser la répartition du patrimoine et à étudier le comportement de (groupes de) ménages individuels. À ce titre, elles ne sont pas un substitut aux comptes (financiers) nationaux ou à d'autres statistiques macroéconomiques, mais en constituent en revanche un complément.

Parmi les facteurs susceptibles d'expliquer les écarts entre pays en matière de patrimoine net des ménages, figurent en premier lieu les caractéristiques inhérentes à l'enquête. Dans toute la mesure du possible, la HFCS est harmonisée, mais des différences peuvent toujours apparaître, par exemple en ce qui concerne l'échantillonnage et la représentativité, et en particulier le degré de participation des ménages les plus riches d'un pays. En outre, la composition de ces derniers joue un rôle non négligeable. Les ménages de plus grande taille, et principalement ceux comptant davantage de personnes en âge de travailler, accumulent un patrimoine (immobilier) plus important que ceux de taille plus réduite. Dans les pays du Sud de l'Europe, les ménages, en moyenne, sont plus grands et comptent plus d'adultes. Par ailleurs, l'on observe des divergences considérables en matière de propriété du logement propre. Le degré de propriété de l'habitation est généralement plus faible dans les pays nordiques, et particulièrement en Allemagne. Il faudrait une analyse spécifique et étendue pour interpréter ces écarts, mais, ils peuvent s'expliquer en partie par la structure des ménages (qui sont plus grands, comprenant parfois plusieurs générations dans le Sud), l'offre de biens immobiliers publics, et notamment de logements sociaux, les marchés du crédit et le traitement fiscal de l'immobilier

et des emprunts. De plus, l'évolution des prix des logements joue elle aussi un rôle. En effet, l'immobilier est la principale composante du patrimoine des ménages, et ce sont ces derniers qui estiment eux-mêmes la valeur de leur logement. Cette dernière dépend donc de la situation locale sur le marché immobilier au moment de l'entretien et lors de la période qui l'a précédé. La propriété du logement propre est également influencée par le marché du crédit dans le pays considéré. Le traitement fiscal des emprunts (hypothécaires) et des remboursements d'intérêts joue aussi un rôle à cet égard. Comme le patrimoine est constitué par l'accumulation du revenu épargné et par son agrégation au fil des générations, les écarts en matière de revenu des ménages et l'importance des successions expliquent également en partie les écarts en matière de patrimoine. Enfin, le patrimoine des ménages ne peut être dissocié de celui d'autres secteurs, à savoir les administrations publiques et les entreprises. Outre la part des salaires dans l'économie, le logement public (social), la fiscalité, la (crédibilité de la) sécurité sociale et des pensions légales, ainsi que l'ampleur de la dette publique constituent également autant d'éléments pertinents.

Il faut combiner ces divers facteurs pour expliquer les écarts entre pays. Les interactions sont complexes et jouent sur de nombreux aspects, alors que les premières analyses n'abordent certains facteurs qu'isolément. Par conséquent, des recherches complémentaires (multivariées) sont nécessaires; elles sont actuellement menées au sein du HFCN. Cela vaut également pour la répartition du revenu et du patrimoine. Les informations fournies par la HFCS permettent de l'étudier en parallèle et d'intégrer des facteurs de corrélation. Ces recherches sont en cours.

## Conclusion

Le présent article examine la structure et la répartition du patrimoine des ménages sur la base des premiers résultats de la *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS). Les actifs réels et financiers, de même que les dettes, sont décrits et donnent lieu à une analyse du patrimoine net des ménages.

La HFCS s'avère une source statistique riche contenant de nombreuses informations inédites sur les finances des ménages au sens large. Ces données sont utilisées à des fins d'analyse des politiques et de recherche scientifique. Les premières constatations se résument comme suit.

Les données statistiques de la HFCS se révèlent globalement fiables, en particulier pour la Belgique.

Les statistiques microéconomiques de la HFCS sont particulièrement appropriées pour les analyses structurales, par exemple en ce qui concerne la composition et la répartition du patrimoine. Il convient de continuer de préférer les données macroéconomiques pour les analyses globales. En ce sens, la HFCS et les comptes financiers sont donc complémentaires et ne sauraient se substituer l'un à l'autre.

S'agissant des actifs des ménages, l'on constate d'importantes disparités à l'échelle internationale en matière de propriété du logement propre. En Belgique, sept ménages sur dix possèdent leur propre habitation (six sur dix dans la zone euro). L'on observe une faible détention de la plupart des actifs financiers (autres que les dépôts), sauf pour ce qui est des ménages les plus riches. Ce n'est que dans le quintile de revenu le plus élevé que plus d'un ménage belge sur cinq possède des actions cotées en bourse ou des participations dans des fonds communs de placement. Le profil de revenu de la participation au troisième pilier des pensions est plus prononcé : en Belgique, il va de moins de

20 % pour le quintile de revenu le plus bas à plus de 60 % pour le quintile le plus élevé.

Quant aux dettes, l'on observe une part relativement faible de ménages endettés dans la zone euro mais, une fois de plus, les écarts internationaux sont importants. Cela dit, les ménages endettés le sont parfois à un degré considérable. En Belgique, moins de la moitié des ménages ont des dettes. Trois ménages belges sur dix ont un crédit hypothécaire. Pour ce crédit, la médiane (valeur médiane conditionnelle) du solde restant dû s'élève à cinq fois le revenu annuel brut d'un ménage du quintile de revenu le plus bas. Pour les ménages du quintile de revenu le plus élevé, ce ratio dette hypothécaire/revenu est de moins d'un an.

Si l'on prend en compte l'ensemble des actifs et des dettes, le patrimoine élevé des ménages belges se confirme à l'échelon international. Le patrimoine net présente une répartition plus inégale que le revenu. Ici aussi, l'on constate des disparités importantes entre les pays de la zone euro. Les actifs réels et les dettes hypothécaires jouent un rôle important à cet égard.

## Bibliographie

Bover O., J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva et T. Zavadil (à paraître), *The distribution of debt across euro area countries: The role of individual characteristics, institutions and credit conditions*, ECB Working Paper.

Du Caju Ph. (2012), « Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière », BNB, *Revue économique*, juin, 91-105.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological report for the first wave*, ECB Statistics Paper Series, 1, April.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological report for the first wave*, ECB Statistics Paper Series, 2, April.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Statistical tables*, ECB Statistics Paper Series, April.

Poulet Gh. (2013), « Le patrimoine immobilier par secteur institutionnel », BNB, *Revue économique*, juin, 85-100.

Pour de plus amples informations sur le HFCN et la HFCS, cf. le site internet de la Banque centrale européenne : [http://www.ecb.int/home/html/researcher\\_hfcn.en.html](http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html).

## Annexe

### SÉLECTION D'INDICATEURS ISSUS DE LA HFCS

(milliers d'euros, sauf mention contraire)

	Zone euro	BE	DE	EL	ES	FR	IT	CY
<b>Actifs réels</b>								
Propriété du logement propre (pourcentages des ménages) .....	60,1	69,6	44,2	72,4	82,7	55,3	68,7	76,5
Valeur moyenne du logement propre .....	216,8	273,1	205,8	123,4	211,1	222,2	254,0	317,5
<b>Actifs financiers</b>								
Médiane .....	11,4	26,5	17,1	4,4	6,0	10,7	10,0	22,1
Moyenne .....	44,5	109,4	47,4	14,9	34,1	50,2	31,2	68,7
Ratio p90/p50 .....	8,8	8,8	6,6	8,2	11,8	9,7	6,3	6,5
Part dans le total de l'actif (pourcentages) ...	16,8	29,1	21,2	7,0	10,3	19,3	10,0	8,1
<b>Patrimoine net</b>								
Médiane .....	109,2	206,2	51,4	101,9	182,7	115,8	173,5	266,9
Moyenne .....	230,8	338,6	195,2	147,8	291,4	233,4	275,2	670,9
Ratio p90/p50 .....	4,6	3,4	8,6	3,3	3,3	4,4	3,3	5,5
Ménages ayant un patrimoine net négatif (pourcentages des ménages) .....	4,8	2,7	7,4	2,6	3,5	3,9	1,4	2,8
	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
<b>Actifs réels</b>								
Propriété du logement propre (pourcentages des ménages) .....	67,1	77,7	57,1	47,7	71,5	81,8	89,9	67,8
Valeur moyenne du logement propre .....	611,9	214,9	270,6	258,1	113,8	126,5	68,7	159,5
<b>Actifs financiers</b>								
Médiane .....	27,9	26,2	34,7	13,5	4,3	1,7	2,5	7,4
Moyenne .....	89,9	52,3	68,4	46,9	22,5	9,2	7,5	29,6
Ratio p90/p50 .....	7,3	4,7	4,7	7,7	13,4	14,2	7,7	9,0
Part dans le total de l'actif (pourcentages) ...	11,2	13,4	26,6	16,9	12,5	5,6	8,3	15,0
<b>Patrimoine net</b>								
Médiane .....	397,8	215,9	103,6	76,4	75,2	100,7	61,2	85,8
Moyenne .....	710,1	366,0	170,2	265,0	152,9	148,7	79,7	161,5
Ratio p90/p50 .....	3,5	3,2	4,1	7,1	4,0	3,1	2,5	4,6
Ménages ayant un patrimoine net négatif (pourcentages des ménages) .....	3,8	0,8	11,7	5,3	2,6	2,0	1,2	10,6

Sources : HFCS, BNB.

# Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque

J. Boeckx  
N. Cordemans  
M. Dossche<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Au cours de la période récente, les taux d'intérêt sans risque, à savoir les taux qui s'appliquent à des actifs comportant un risque de crédit minimal, sont retombés à des niveaux historiquement bas dans la plupart des économies avancées. Or, ces taux revêtent une importance toute particulière, en ce sens qu'ils sont à la base de la détermination des autres taux d'intérêt et influencent dès lors les conditions de financement dans l'ensemble de l'économie. Le présent article s'intéresse aux causes et aux implications d'un environnement économique qui se distingue par une grande faiblesse des taux d'intérêt sans risque, en se concentrant sur les taux à long terme.

La première section offre un aperçu du niveau actuel des taux d'intérêt sans risque dans une perspective historique. La deuxième propose un cadre analytique des déterminants du taux d'intérêt, utilisé dans la troisième pour étudier les principaux facteurs à l'origine de l'évolution des taux sans risque aux États-Unis et dans la zone euro depuis 1990. La quatrième section aborde la manière dont une orientation accommodante de la politique monétaire contribue à la stabilité macroéconomique – et, dès lors, à la stabilité des prix –, mais également les risques qui y sont associés en termes de stabilité financière. Plus spécifiquement, la cinquième illustre les défis que représente la faiblesse des taux sur une longue période pour le secteur des assurances et les fonds de pension, de même que les risques associés à une soudaine remontée des taux.

## 1. Niveau des taux d'intérêt : une perspective historique

Bien que les actifs sans risque n'existent véritablement qu'en théorie, dans la pratique, les bons du Trésor des émetteurs souverains de grande qualité sont généralement considérés comme tels<sup>(1)</sup> car la probabilité que ces derniers fassent défaut est perçue comme très faible. Ceci tient, en particulier, à la capacité d'un État – contrairement à une entreprise – de lever des impôts pour rembourser ses dettes. Aussi, même si ce procédé est aujourd'hui largement proscrit ou condamné dans les économies avancées, un État qui emprunte dans une monnaie dont il a le pouvoir d'émission peut toujours faire usage de la « planche à billets » pour échapper à la défaillance. Les taux sans risque à long terme aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne et en France ont ici été retenus car les données statistiques relatives à ces pays sont disponibles sur une longue période. Les séries présentées sont composées de différents taux, généralement publics, qui ont été assemblés de manière à produire une série synthétique du coût d'emprunt à long terme sans risque pour chacun des pays. Le développement précoce des marchés des instruments à revenu fixe aux États-Unis et au Royaume-Uni a permis, pour ces deux pays, de remonter jusqu'à l'année 1800. Les séries française et allemande démarrent pour leur part respectivement en 1901 et en 1956.

(\*) Les auteurs remercient M. Barba, D. Hendrickx et T. Schepens pour leurs remarques à propos du présent article.

(1) D'autres taux qui peuvent être considérés comme étant sans risque sont, par exemple, les taux du marché interbancaire garanti ou les taux des swaps à long terme.

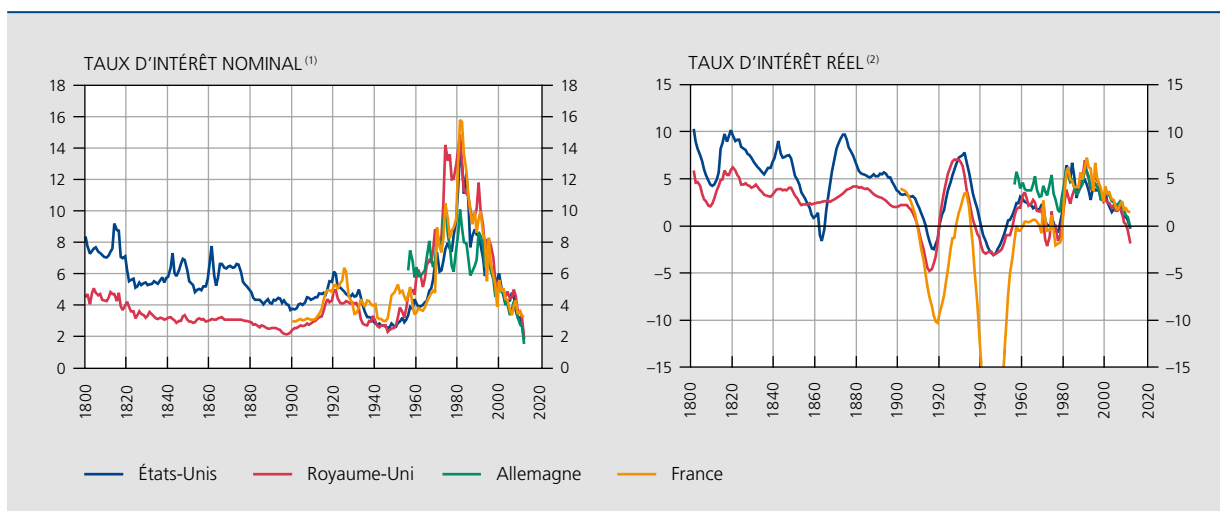
## 1.1 Taux d'intérêt nominaux

Les taux d'intérêt nominaux à long terme sont demeurés globalement stables et modérés entre le début du XIXe siècle et la veille de la Première Guerre mondiale. Cela a été tout spécialement le cas au Royaume-Uni, alors première puissance économique mondiale et pays affichant le plus haut niveau de développement de ses marchés financiers. Il s'agit d'une période au cours de laquelle ont largement prévalu des régimes monétaires métalliques : bimétallique, à savoir fondé sur la convertibilité du papier-monnaie en or ou en l'argent jusqu'à la fin du XIXe siècle, puis d'étalon-or. Ces régimes ont offert une grande stabilité au niveau des prix sur le long terme, nonobstant d'amples variations à court terme, au gré des fluctuations dans la quantité de métal précieux disponible et dans l'activité économique. Dans ce contexte, marqué par une absence de tendance pour les prix, les taux d'intérêt nominaux ont amplement suivi les évolutions du niveau des prix. Keynes a baptisé ce phénomène le « paradoxe de Gibson » dans son *Treatise on Money*, d'après le nom du statisticien A.H. Gibson qui publia dans les années 1920 divers articles confirmant les liens étroits entre le niveau des prix et les taux d'intérêt (Gardes et Lévy, 1994). Le paradoxe, tel que considéré aujourd'hui, est le fruit d'une contradiction entre les observations et les prescriptions de la théorie monétaire à propos de la nature des variables entrant dans la relation taux d'intérêt-prix : l'équation de Fisher prédit en effet que les taux d'intérêt nominaux sont positivement corrélés au taux d'inflation anticipé et non au niveau général des prix.

À la suite de l'abandon de l'étalon-or dans plusieurs pays au début du XXe siècle, les taux nominaux ont enregistré des fluctuations nettement plus vives qu'au cours du siècle précédent, une évolution à mettre en parallèle avec des tendances plus prononcées pour le niveau des prix et l'inflation. Au-delà des cycles conjoncturels, il est possible de distinguer quatre grandes tendances au cours du XXe siècle : une première tendance haussière de 1900 jusque dans les années 1920, qui fut une époque relativement prospère, marquée par une hausse du prix des matières premières mais aussi par la Première Guerre mondiale, qui a entraîné une forte inflation, puis une tendance baissière de la fin des années 1920 jusqu'à la fin des années 1940, soit une période touchée par la Grande dépression, la déflation et la Seconde Guerre mondiale, suivie d'une tendance haussière de la fin des années 1940 jusqu'au début des années 1980, qui fut une époque caractérisée par d'importants chocs d'offre et par une spirale inflationniste et, finalement, une tendance baissière du début des années 1980 à nos jours, soit une période marquée par le phénomène de la « grande modération », lié notamment à l'assignation faite aux banques centrales de mandats orientés vers la stabilité des prix et, plus récemment, par la crise économique et financière amorcée en 2007.

Il est intéressant d'établir un parallèle entre le régime monétaire en place, l'inflation et l'évolution des taux d'intérêt nominaux. Les régimes bimétalliques et d'étalon-or se sont caractérisés par une faible variation des prix à long terme et par une grande stabilité des taux. En revanche,

GRAPHIQUE 1 TAUX D'INTÉRÊT SANS RISQUE À LONG TERME (1800-2012)



Sources : Homer et Sylla (1991), Datastream, <http://www.France-inflation.com> et <http://www.measuringworth.com>

(1) Généralement un taux d'obligation publique.

(2) Différence entre le taux nominal et l'inflation tendancielle mesurée à l'aide d'un filtre de Hodrick-Prescott.



la période de forte inflation dans les années 1970 et au début des années 1980 a vu les taux d'intérêt atteindre des sommets, tandis que l'adoption d'une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix est à la base d'une baisse tendancielle des taux au cours des trente dernières années.

## 1.2 Taux d'intérêt réels

Plus que les taux nominaux, les taux d'intérêt réels sont généralement considérés comme des déterminants des décisions de consommation, d'épargne ou d'investissement, et ils sont donc en quelque sorte plus pertinents que les taux nominaux. Le concept approprié est plus précisément le taux réel *ex ante*, à savoir le taux nominal dont on a retranché les attentes d'inflation. Le manque de données historiques en matière d'inflation anticipée nous contraint toutefois, pour calculer le taux réel, à utiliser les tendances d'inflation estimées à l'aide d'un filtre de Hodrick-Prescott, qui limite les variations conjoncturelles de l'inflation.

Historiquement, les taux réels n'ont pas nécessairement suivi l'évolution de leurs homologues nominaux. L'absence de cycles très prononcés pour l'inflation, de même que la grande stabilité des taux nominaux, expliquent la relative stabilité des taux réels au XIXe siècle. En revanche, les périodes de suspension des régimes monétaires métalliques, comme durant la guerre de Sécession américaine, entre 1861 et 1865, et au début du XXe siècle, se sont traduites par une plus forte variabilité de l'inflation à long terme et par une plus grande volatilité des taux réels. De manière générale, les périodes de guerre ont été marquées par une forte hausse de l'inflation et par des taux réels nettement négatifs. Cela a également été le cas pour les périodes de forte inflation à la fin des années 1970. Au début des années 1980, le haut niveau des taux réels a au contraire traduit la détermination des banques centrales à rétablir la stabilité des prix et a reflété les compensations réclamées par les investisseurs pour l'incertitude entachant les perspectives d'inflation, après les niveaux élevés des années 1970. Avec l'assignation faite aux banques centrales de mandats spécifiquement orientés vers la stabilité des prix au cours des années 1990 et les premiers résultats de la lutte contre l'inflation, les taux réels sont largement retombés, parallèlement à la baisse des taux nominaux. Au cours de la période récente, les taux longs réels dans les économies avancées sont revenus à des niveaux historiquement bas en temps de paix. Les sections qui suivent abordent plus en détail les facteurs à l'origine de ce phénomène et les implications qui en découlent.

## 2. Cadre analytique des déterminants des taux d'intérêt

Afin d'étudier les déterminants des taux d'intérêt, il est utile de se référer à un cadre d'analyse théorique. Nous utiliserons ici le modèle couramment consacré de la structure par terme des taux, qui repose sur la théorie des anticipations et décrit les relations entre taux d'intérêt de maturités différentes. Nous proposerons par ailleurs une manière de considérer le rapport entre la politique monétaire et les taux d'intérêt de l'économie. Ces éléments vont nous permettre, dans la troisième section, d'examiner les facteurs qui contribuent à la faiblesse actuelle des taux dans la zone euro et aux États-Unis.

### 2.1 Théorie des anticipations de la structure par terme des taux d'intérêt

Selon la théorie des anticipations de la structure par terme des taux, en l'absence d'incertitude quant aux taux d'intérêt futurs, le rendement d'un titre à long terme se doit d'être équivalent au rendement moyen attendu d'une séquence d'investissements à plus court terme. Si tel n'était pas le cas, il y aurait des possibilités d'arbitrage pour les investisseurs, et une telle situation ne pourrait perdurer. L'hypothèse selon laquelle les investisseurs ont parfaitement connaissance des taux futurs est toutefois irréaliste. Ainsi, en tenant compte de la présence d'incertitude, le rendement d'un titre à long terme peut être considéré comme la somme du rendement moyen attendu d'une séquence d'investissements à plus court terme et d'une prime de terme. Cette dernière offre une compensation pour l'incertitude entourant l'évolution future des taux d'intérêt nominaux sur la durée de l'investissement et pour le risque de perte en capital qui y est associé.

La prime de terme incorporée dans les taux nominaux dépend de l'ampleur du risque, qui tient notamment à l'incertitude en matière d'inflation et de taux réels futurs, mais également de son prix, qui est fonction du degré d'aversion pour le risque des investisseurs. L'incertitude croissant a priori avec la maturité résiduelle d'une obligation, la prime de terme est habituellement perçue comme positivement corrélée avec cette dernière, et cet élément est régulièrement mis en avant pour expliquer les rendements en moyenne supérieurs des titres à long terme en comparaison de ceux de court terme.

Parmi les facteurs liés au degré d'aversion pour le risque des investisseurs qui peuvent intervenir dans la prime de terme, l'on peut citer, notamment, la prépondérance du critère de liquidité des actifs ou la demande explicite d'actifs sans risque à long terme. Dans le contexte de la

crise économique et financière de 2008-2009 et de la crise de la dette souveraine qui a suivi, l'élargissement parfois significatif de l'écart de taux entre les obligations garanties par l'État, telles celles des agences publiques d'investissement, et les obligations émises directement par le Trésor – comme c'est le cas tout particulièrement en Allemagne –, témoigne ainsi par exemple d'une plus grande importance accordée par les investisseurs à la liquidité des titres sous-jacents<sup>(1)</sup> (Ejsing, Grothe et Grothe, 2012). En accroissant sensiblement la demande d'actifs sans risque à long terme, plusieurs banques centrales ont par ailleurs volontairement pesé sur les primes de terme. Selon les facteurs à l'œuvre, ces primes peuvent se révéler tant positives que négatives. Dans la pratique, il existe toutefois différentes manières de les estimer et il est extrêmement délicat d'en identifier la composition exacte.

## 2.2 Politique monétaire et taux d'intérêt

En principe, la banque centrale contrôle directement les taux à très court terme du marché monétaire, essentiellement au moyen de ses taux directeurs et de ses opérations d'*open market*. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire veut qu'en ajustant l'orientation de cette dernière, la banque centrale influe sur l'activité économique et, partant, sur l'inflation, conformément à ses objectifs. Dans la littérature, la décision de la banque centrale est régulièrement illustrée à l'aide d'une règle de politique monétaire qui lie la cible de taux à court terme à des variables macroéconomiques telles que l'inflation et la production. L'exemple le plus éminent d'une telle règle est la règle de Taylor (Taylor, 1993), qui peut prendre la forme suivante :

$$i_t = r_t^* + \pi^* + 1.5 (\pi_t - \pi^*) + 0.5 (y_t - y^*)$$

où  $i_t$  est la cible pour le taux d'intérêt à très court terme,  $r_t^*$  le taux d'intérêt réel d'équilibre,  $\pi^*$  la cible d'inflation définie par la banque centrale,  $\pi_t$  l'inflation observée,  $y_t$  le niveau observé de la production et  $y^*$  le niveau de la production potentielle. Cette règle montre que le taux d'intérêt à très court terme approprié pour une banque centrale qui œuvre à la stabilité des prix correspond à la somme du taux d'intérêt réel d'équilibre et de sa cible d'inflation, ajustée pour la différence entre l'inflation observée et la cible d'inflation, d'une part, et pour l'écart entre la production effective et la production potentielle, d'autre part.

Dans la pratique, même si aucune banque centrale ne suit mécaniquement une telle règle, il appert toutefois que celle-ci décrit assez fidèlement les données (du moins sur la période précédant la crise, lorsque le plancher égal à zéro pour les taux d'intérêt nominaux n'était pas

contraignant), et plusieurs études mettent en évidence que les banques centrales lui accordent une importance certaine (cf. par exemple Ilbas et al. (2013) pour les États-Unis).

Un paramètre essentiel de l'équation ci-dessus est  $r_t^*$ , le taux d'intérêt réel d'équilibre, également appelé taux d'intérêt « naturel ». Il ne s'agit pas d'une variable observable mais d'un concept à la définition délicate, qui ne fait d'ailleurs pas l'objet d'un consensus<sup>(2)</sup>. L'idée généralement admise et que nous retiendrons ici est qu'il s'agit du taux d'intérêt qui prévaudrait dans un contexte de production normale, c'est-à-dire lorsque que la production correspond à son niveau potentiel, et compatible avec la stabilité des prix. Comme l'a souligné Woodford (2001), et contrairement à l'hypothèse émise par Taylor (1993), le taux d'équilibre n'est pas constant dans le temps et évolue notamment avec des facteurs réels a priori exogènes à la politique monétaire, tels que la productivité de l'économie. Woodford (2001) insiste sur la nécessité, pour les responsables économiques, de prendre en considération la nature variable de ce taux afin de satisfaire à leurs objectifs de stabilité macroéconomique, et plus particulièrement de stabilité des prix. À l'inverse, le paramètre  $\pi^*$  de la cible d'inflation est quant à lui sous le contrôle direct de la banque centrale. Ensemble, le taux réel d'équilibre et la cible d'inflation forment le « taux nominal d'équilibre ».

La banque centrale ne contrôle directement que les taux à très court terme. Toutefois, dans la mesure où l'orientation de la politique monétaire n'évolue que de manière graduelle, les modifications de ses taux directeurs se reflètent également dans les taux à plus long terme, qui incorporent les attentes relatives à l'orientation future de la politique monétaire. En ajustant ses taux directeurs, la banque centrale peut ainsi influencer sur les incitants à épargner ou à consommer pour les ménages et à investir pour les entreprises. De cette manière, elle soutient ou bride l'activité économique et assure la stabilité des prix. Les modèles macroéconomiques néo-keynésiens mettent en effet en évidence que ce n'est pas tant le taux réel à court terme que toute la trajectoire future attendue des taux réels à court terme qui influence la demande agrégée et l'inflation (Clarida et al., 1999).

(1) Au cours de périodes de fortes tensions financières, des rendements négatifs ont même été observés pour certaines obligations notées AAA à court terme (à trois mois par exemple), tandis que les rendements des *Overnight Indexed Swaps* de même maturité (qui reflètent les attentes relatives au taux au jour le jour) sont restés positifs. Cela témoigne du fait que certains investisseurs, qui n'avaient par exemple pas accès aux facilités de dépôt de la banque centrale, ont cherché à placer leurs liquidités dans des actifs très sûrs et ont pour ce faire parfois accepté de supporter un rendement négatif.

(2) Pour plus de détails à ce sujet, cf. par exemple Woodford (2003) ou Weber et al. (2008).

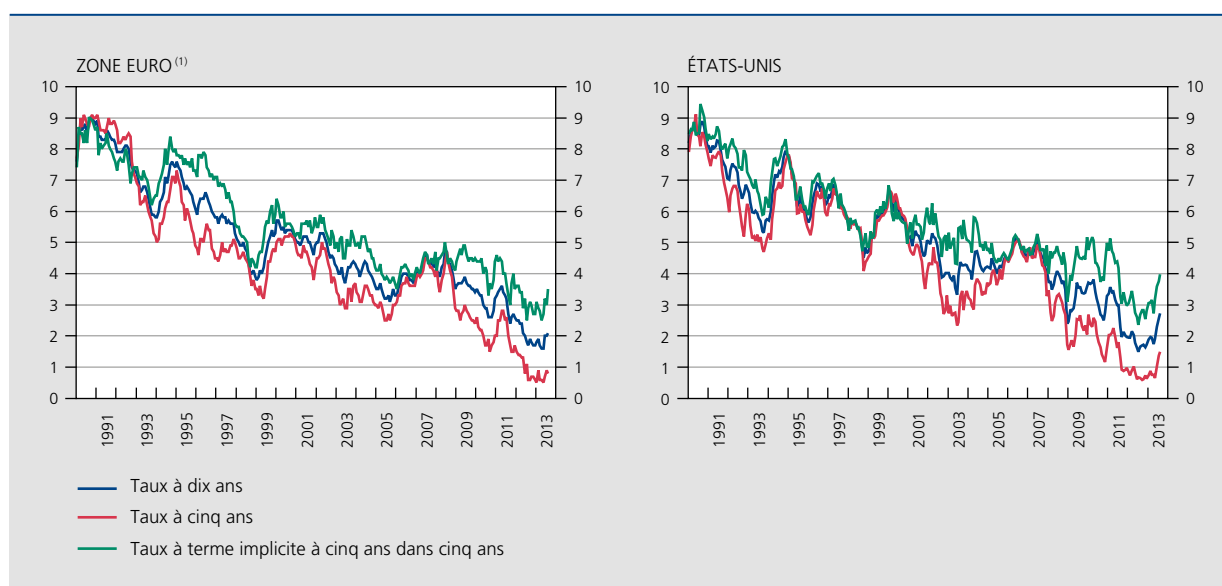
La capacité de la banque centrale d'agir sur les taux à plus long terme à travers l'orientation de sa politique monétaire est toutefois limitée. D'une part, elle décroît avec la maturité, et l'impact des décisions de la banque centrale sur les taux se concentre ainsi largement sur le court et le moyen termes. Sur le long terme, il n'y a en effet aucune raison que la politique monétaire soit plus particulièrement restrictive ou accommodante, et il faut dès lors s'attendre a priori à ce que les taux reflètent en moyenne la somme du taux réel d'équilibre anticipé et de la cible d'inflation anticipée. D'autre part, étant donné que les agents économiques peuvent toujours choisir de détenir des pièces et des billets plutôt que de placer leur argent dans des instruments de dette, les taux d'intérêt nominaux – en ce compris les taux directeurs – ne peuvent tomber (sensiblement) en deçà de zéro. Ce plancher naturel (*zero lower bound*) restreint la possibilité pour la banque centrale de pallier les écarts de production négatifs et les risques déflationnistes à travers l'instrument traditionnel du taux d'intérêt. À un certain point, la banque centrale qui souhaite continuer de stimuler l'activité économique se voit dès lors contrainte de se tourner vers des mesures de politique monétaire dites « non conventionnelles ». Parmi celles-ci figurent en bonne place les orientations prospectives (*forward guidance*) et les programmes d'achat de titres. Les premières influencent en particulier les attentes quant à l'orientation de la politique monétaire à moyen terme, tandis que les secondes permettent à la banque centrale de compresser directement les primes de terme contenues dans les taux longs.

### 3. Analyse empirique des déterminants de la faiblesse des taux d'intérêt dans la zone euro et aux États-Unis

Nous nous employons dans cette section à identifier les principaux facteurs qui ont contribué à l'évolution des taux d'intérêt sans risque à long terme depuis 1990 aux États-Unis et dans la zone euro. À cette fin, nous ventilons tout d'abord le taux sans risque à long terme – en l'occurrence le taux à dix ans – en une composante de court et une composante de long termes. La combinaison de ces données de taux avec des estimations du taux nominal d'équilibre pour les États-Unis et pour la zone euro nous permet ensuite de mettre en lumière divers facteurs explicatifs des taux d'intérêt. Il convient de noter que, pour la période antérieure à 1999, les développements dans la zone euro sont illustrés à l'aide des données allemandes. Pour les taux d'intérêt, nous utilisons les rendements du Trésor américain et, à compter de 1999 en ce qui concerne la zone euro, la moyenne des rendements des cinq principaux pays de la zone notés AAA au 30 juin 2013<sup>(1)</sup> (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas). Ce choix nous permet non seulement d'exclure le risque de crédit qui affecte le rendement de certaines obligations publiques de la zone euro, mais aussi de limiter l'influence de primes de liquidité négatives observées pour les titres souverains de pays comme l'Allemagne.

(1) Le 12 juillet 2013 la France a perdu sa note AAA, après que l'agence de notation Fitch l'a dégradée à AA+. Les principales analyses portent toutefois ici sur des données qui ne s'étendent pas au-delà de juin 2013. Le Luxembourg n'a pas été retenu en raison d'un manque de données.

GRAPHIQUE 2 TAUX À DIX ANS, TAUX À CINQ ANS ET TAUX À TERME IMPLICITE À CINQ ANS DANS CINQ ANS



Sources : Thomson Reuters Datastream et BNB.

(1) Taux du Bund allemand avant 1999. Moyenne des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas).

### 3.1 Décomposition du taux à dix ans

Il est possible de ventiler le taux nominal à dix ans en deux composantes: une composante de court terme – le taux à cinq ans – et une composante de long terme – le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans. Ce dernier correspond au rendement attendu aujourd’hui d’un placement à cinq ans dont la transaction se fait dans cinq ans.

En dépit de mouvements cycliques, le taux à dix ans et chacune de ses composantes ont subi une baisse tendancielle au cours des années 1990, et ce tant dans la zone euro qu’aux États-Unis. Le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans a ensuite fait montre d’une relative stabilité entre 2000 et 2011, tandis que le taux à cinq ans est demeuré plus volatil sur la même période. Au cours de la récente crise, le repli du taux à dix ans semble traduire essentiellement une contraction de sa composante de court terme, ce qui n’est pas surprenant dans le contexte d’un assouplissement marqué de l’orientation de la politique monétaire. Depuis la mi-2011, toutefois, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans a également reculé de manière assez prononcée, alors qu’il était jusque-là resté assez proche de sa moyenne observée au cours de la décennie précédant la crise.

Sur la base du cadre analytique esquissé ci-dessus, nous pouvons décomposer le taux à cinq ans et le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans de manière à faire ressortir leurs différents déterminants. À cette fin, nous comparons les taux nominaux avec les estimations et les anticipations du taux réel d’équilibre et des objectifs d’inflation. Si nous soustrayons à chacun des taux d’intérêt nominaux le taux nominal d’équilibre correspondant, nous obtenons

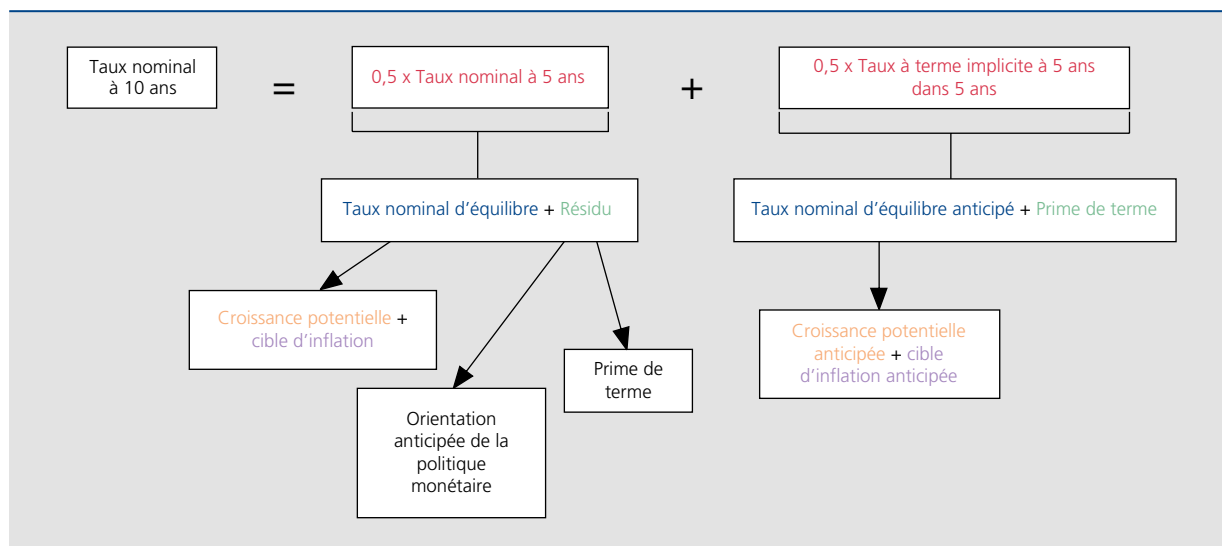
un résidu qui incorpore l’ensemble des autres facteurs qui participent à la détermination du taux d’intérêt.

Pour ce qui est du taux à cinq ans, le taux nominal d’équilibre peut être approximé par la somme de l’estimation de la croissance réelle potentielle de l’économie – sa composante réelle – et de la cible d’inflation de la banque centrale – sa composante inflation. Le résidu issu de la différence entre le taux nominal à cinq ans et le taux nominal d’équilibre reflète pour sa part les attentes quant à l’orientation de la politique monétaire au cours des cinq années à venir, d’une part, et une prime de terme, d’autre part. Tandis que les attentes relatives à l’orientation de la politique monétaire sont fonction des perspectives macro-économiques actuelles et attendues et de la manière dont la banque centrale devrait réagir aux évolutions, la prime de terme dépend de l’incertitude qui entoure les attentes relatives aux taux futurs et de facteurs spécifiques tels que le degré d’aversion pour le risque des investisseurs et la liquidité de l’actif sous-jacent.

Le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans est, quant à lui, en principe largement isolé des mouvements cycliques du taux à court terme et de l’orientation de la politique monétaire. Cette dernière est en effet a priori neutre sur un horizon long, et il n’y a dès lors aucune raison d’anticiper qu’elle soit plus particulièrement accommodante ou restrictive pour la période de cinq ans qui commence dans cinq ans<sup>(1)</sup>. Le taux à court terme futur

(1) À ce sujet, il est intéressant de noter les projections de long terme effectuées tous les trois mois par les membres du FOMC, l’organe de décision de la Réserve fédérale. Ces dernières peuvent, selon le FOMC, être interprétées comme les taux de croissance du PIB, d’inflation et de chômage attendus pour un horizon supérieur à cinq ou six ans, en l’absence de choc et dans le contexte d’une politique monétaire appropriée.

GRAPHIQUE 3 DÉCOMPOSITION SCHEMATIQUE DU TAUX NOMINAL À DIX ANS



anticipé pour cette période peut donc être assimilé au taux nominal d'équilibre et le résidu issu de la différence entre le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans et le taux nominal d'équilibre anticipé pour cette période peut être assimilé à la prime de terme.

Afin d'illustrer empiriquement cette décomposition – synthétisée au graphique 3 –, nous combinons les taux d'intérêt nominaux avec des estimations du taux nominal d'équilibre pour les États-Unis et pour la zone euro. Les estimations des taux de croissance réels potentiels proviennent des perspectives économiques de l'OCDE publiées en juin 2013, tandis que les cibles d'inflation sont les cibles officielles ou informelles adoptées par les banques centrales<sup>(1)</sup>. Il n'existe pas d'estimation de la croissance réelle potentielle pour la période de cinq ans qui commence dans cinq ans, mais cette dernière peut raisonnablement être approximée au moyen des

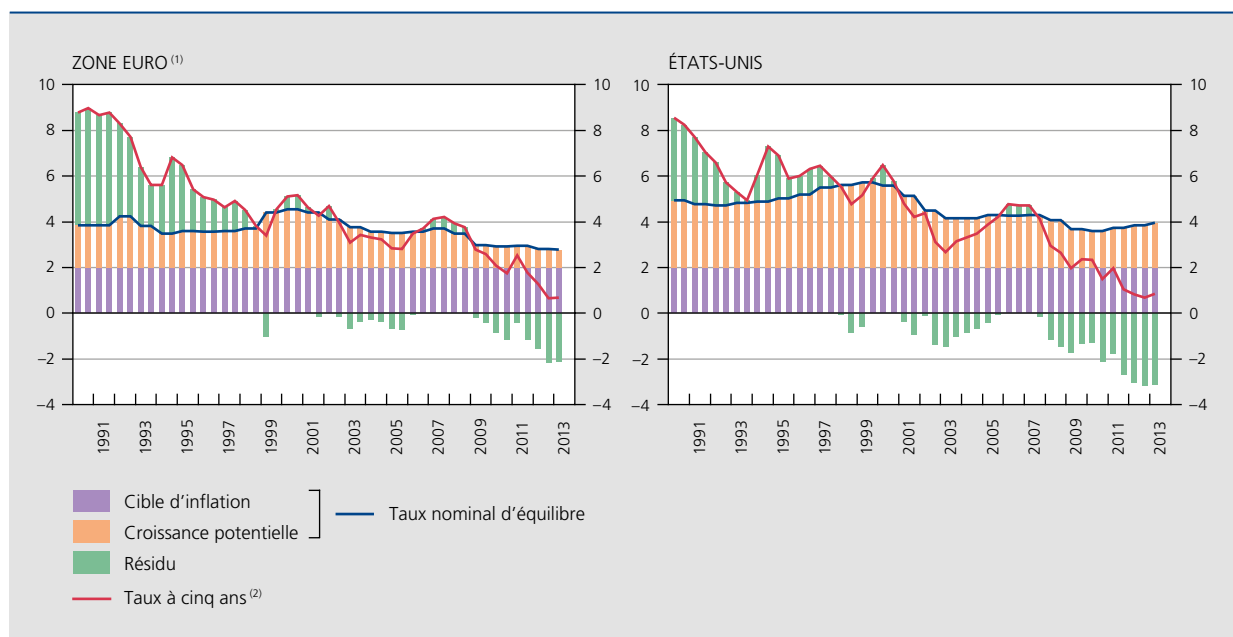
attentes de croissance du PIB réel à long terme, telles celles tirées des enquêtes bisannuelles de Consensus Economics, qui portent précisément sur une période de cinq ans qui démarre dans cinq ans. De la même manière, la cible d'inflation attendue à long terme peut être estimée au travers des attentes d'inflation de long terme, également issues des enquêtes bisannuelles de Consensus Economics.

### 3.2 Taux d'intérêt à cinq ans

Le taux nominal d'équilibre s'est réduit aux premières heures de la crise, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis. Ce recul s'inscrit toutefois dans une tendance profonde qui remonte au début des années 2000. Elle reflète le ralentissement de la croissance potentielle, laquelle avait augmenté dans la seconde moitié des années 1990, tandis que les cibles d'inflation sont demeurées inchangées. Le repli tendanciel du taux réel d'équilibre indique que, même si l'orientation de la politique monétaire des banques centrales était neutre, c'est-à-dire ni accommodante ni restrictive, le taux d'intérêt actuel aux échéances courtes serait plus faible qu'au début des années 2000. Elle signifie par ailleurs que les banques centrales doivent, davantage qu'auparavant, abaisser les taux directeurs afin de stimuler l'activité économique.

(1) En 1984, la Bundesbank a considéré que la norme de hausse du niveau des prix devait être de 2 %, et ce jusqu'en 1997, année où elle a changé sa norme en une fourchette comprise entre 1,5 et 2 % (Mishkin, 2001). En 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini la stabilité des prix comme « une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % », en stipulant que « la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ». En mai 2003, il a confirmé cette définition, en clarifiant que « dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il viserait à maintenir le taux d'inflation à des niveaux proches de 2 % à moyen terme » (BCE, 2003). La Réserve fédérale n'a officiellement adopté un objectif d'inflation à long terme de 2 % que le 25 janvier 2012, mais les chiffres de l'inflation suggèrent une cible implicite de 2 % au cours des 20 années qui précèdent (Rosengren, 2013). Compte tenu de ces informations et par souci de simplification, nous considérons dans le cadre de cet article une cible d'inflation de 2 % pour la zone euro et pour les États-Unis depuis 1990.

GRAPHIQUE 4 TAUX NOMINAL À CINQ ANS



Sources : Thomson Reuters Datastream, OCDE, BCE, Réserve fédérale, Mishkin (2001) et Rosengren (2013).

(1) Données pour l'Allemagne avant 1999. Les données de taux à compter de 1999 correspondent à la moyenne des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013.

(2) Moyenne sur six mois pour les mois de juin et de décembre. Dernières données : juin 2013.

Conformément aux prescriptions de la règle de Taylor pour la détermination de la cible de taux, le taux à cinq ans oscille de part et d'autre du taux nominal d'équilibre, reflétant, au gré des cycles macroéconomiques, le caractère plus ou moins accommodant de la politique monétaire et les anticipations quant à l'évolution de celle-ci. Les déviations vis-à-vis du taux d'équilibre décroissant avec la maturité, elles seraient toutefois plus prononcées pour un taux à plus court terme, dans la mesure où le taux à cinq ans intègre déjà partiellement la perspective d'un retour des taux à l'équilibre. D'une part, le haut niveau des taux à court terme en comparaison du taux neutre au début des années 1990 traduit le caractère volontairement restrictif de l'orientation de la politique monétaire, visant à assurer la stabilité des prix après les années de forte inflation et, en Allemagne, à casser les pressions inflationnistes induites par la réunification. D'autre part, il témoigne du niveau toujours élevé des primes de risque réclamées par les investisseurs pour se protéger de l'inflation tandis que la crédibilité des banques centrales n'était pas encore entièrement établie.

Depuis 2007, le taux à cinq ans a reculé, au total, de près de 400 points de base aux États-Unis et dans la zone euro, dans la foulée des baisses des taux directeurs orchestrées par la Réserve fédérale et la BCE. La réduction des taux s'est largement effectuée en deux temps, un premier mouvement s'étalant entre 2007-2008 et la mi-2010 et un deuxième entre la mi-2011 et la période récente. L'essentiel de la diminution des taux à cinq ans s'explique par une révision à la baisse des attentes quant à l'orientation de la politique monétaire sur l'horizon concerné, lesquelles reflètent, entre autres, les perspectives en termes d'activité économique et d'inflation, mais sont également influencées par certaines mesures de politique monétaire telles que les orientations prospectives (*forward guidance*). Durant la crise, la Réserve fédérale a ainsi régulièrement communiqué sur l'orientation de sa politique monétaire à plus long terme, tandis que le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait des déclarations selon lesquelles l'orientation de la politique monétaire resterait accommodante «aussi longtemps que nécessaire». En juillet 2013, il a en outre donné des indications plus explicites sur l'orientation future de sa politique (cf. encadré 2). Parmi les autres facteurs qui ont vraisemblablement pesé sur les taux à cinq ans et, plus spécifiquement, sur les primes de terme qu'ils incorporent, l'on peut citer la hausse de la demande d'actifs sans risque, comme c'est le cas aussi pour les taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans.

(1) Nous adoptons une manière intuitive, quoique robuste, pour estimer les primes de terme. Des modèles macroéconométriques peuvent être utilisés pour inférer ces primes, mais ils sont généralement lourds et complexes à manipuler, en particulier lorsque les taux se rapprochent de leur plancher égal à zéro, ce qui implique des non-linéarités (cf. Christensen et Rudebusch, 2013, ou Kim et Singleton, 2012).

(2) Greenspan (2005).

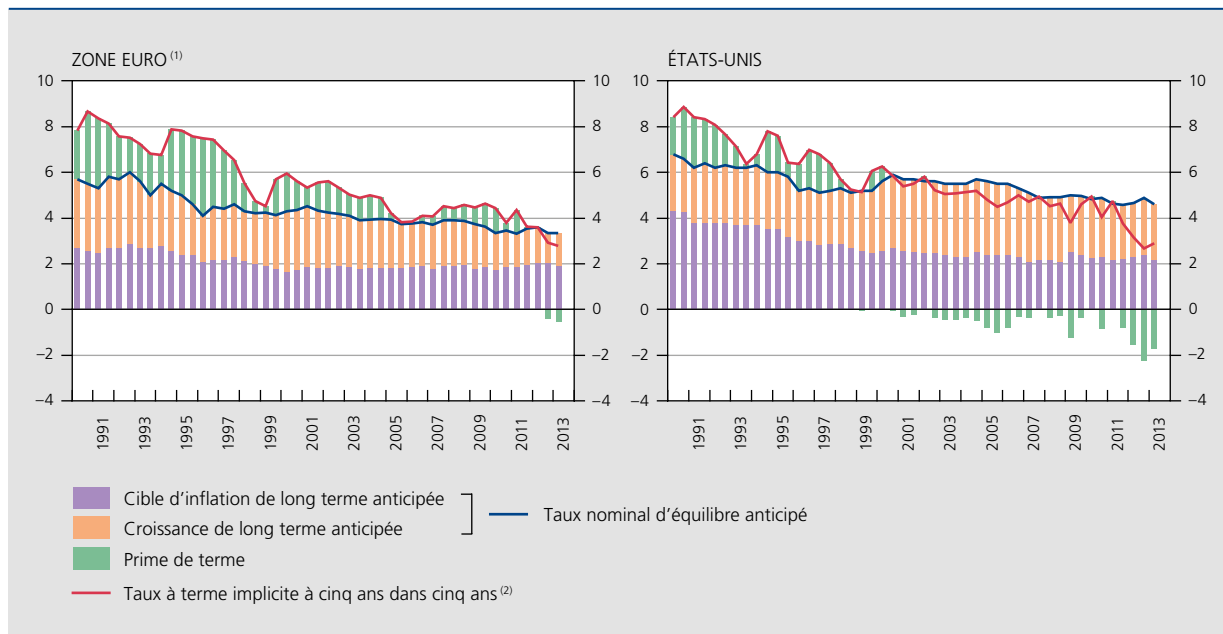
### 3.3 Taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans

Après s'être réduit dans les années 1990, dans la foulée de la révision à la baisse des anticipations d'inflation à long terme, le taux nominal d'équilibre anticipé a continué de se contracter dans les années 2000 et au cours de la crise, parallèlement à la révision à la baisse des attentes de croissance à long terme. Bien que les anticipations soient restées supérieures aux États-Unis, la tendance a été largement similaire pour chacun des blocs économiques. Les attentes d'inflation à long terme sont quant à elles demeurées globalement continues et stables à partir des années 2000, traduisant essentiellement les mandats et la crédibilité acquise des banques centrales en matière de stabilité des prix. Le bon ancrage des attentes d'inflation a d'ailleurs été un facteur-clé qui a permis aux banques centrales d'influencer les taux réels afin de stimuler l'activité économique et d'atténuer les pressions déflationnistes au plus fort de la crise.

La prime de terme contenue dans le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans, que nous estimons ici sur la base du résidu issu de la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux nominal d'équilibre<sup>(1)</sup>, a suivi une tendance nettement décroissante durant les années 1990, entraînant dans son sillage le taux nominal. Au cours de la période qui a précédé la crise, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans est en revanche resté relativement stable, proche du niveau du taux nominal d'équilibre anticipé. Il est toutefois intéressant de remarquer que, aux alentours de l'année 2005, l'écart entre ces deux taux était négatif aux États-Unis – autrement dit, la prime de terme était négative. La baisse du taux à long terme, survenue en dépit d'une hausse du taux à court terme au cours des derniers mois, avait conduit l'ancien président de la Réserve fédérale Alan Greenspan à parler d'une « énigme » (*conundrum*)<sup>(2)</sup>. Dans la zone euro également, le taux long s'est révélé particulièrement faible durant cette période.

Contrairement au taux à cinq ans, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans a peu varié aux premières heures de la crise, n'amorçant un véritable repli que vers la mi-2011, dans la foulée de craintes manifestes pour la reprise de l'activité au niveau mondial. Depuis lors, il a accusé un net recul, retombant au cours de la période récente à un étiage historique tant aux États-Unis que dans la zone euro. Nonobstant un fléchissement des anticipations de croissance à long terme, l'essentiel de la baisse des taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans depuis 2011 reflète une diminution de la prime de terme, particulièrement prononcée aux États-Unis.

GRAPHIQUE 5 TAUX À TERME IMPLICITE À CINQ ANS DANS CINQ ANS



Sources: Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics.

(1) Données pour l'Allemagne avant 1999. Les données de taux à compter de 1999 correspondent à la moyenne des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013. Entre 1999 et 2003, les anticipations relatives à la cible d'inflation de long terme et à la croissance de long terme correspondent à la moyenne pondérée par le PIB pour l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas.

(2) Moyenne sur six mois pour les mois d'avril et d'octobre. Dernières données: avril 2013.

### 3.4 Facteurs à l'origine de la baisse des primes de terme

Quantité de facteurs très divers influencent les primes de terme contenues dans les taux longs. Afin de mieux les identifier, il est utile de les organiser en différenciant en particulier les facteurs plus structurels, qui renvoient à des tendances fortes qui traversent les cycles économiques, et les éléments plus conjoncturels, essentiellement attribués au contexte plus récent de la crise.

Au niveau des facteurs structurels, l'on peut évoquer le phénomène susmentionné de la grande modération et l'excès d'épargne mondiale. La grande modération fait référence à une période de plus grande stabilité macroéconomique qui s'étend de la fin des années 1980 à 2006 et se caractérise par une inflation en baisse, une croissance économique positive et relativement stable et la croyance selon laquelle les cycles économiques étaient mieux maîtrisés. Elle est généralement attribuée à des changements structurels dans l'économie, à l'adoption de meilleures politiques macroéconomiques et à un facteur « chance » qui se traduirait par des chocs de moindre ampleur. En matière de politique monétaire, l'assignation faite aux banques centrales de mandats orientés vers la stabilité des prix, leur transparence étendue et leur plus grande crédibilité ont contribué à stabiliser l'inflation à

un faible niveau, à ancrer les anticipations d'inflation et à réduire ainsi les primes d'inflation dans le courant des années 1990. La plus grande stabilité macroéconomique a, de manière générale, atténué l'incertitude entachant l'évolution future des taux d'intérêt à court terme, comprimant dès lors les primes de terme. L'excès d'épargne mondiale tire quant à lui son origine de la crise asiatique des années 1997-1998 et, dans une moindre mesure, du renchérissement du pétrole (Bernanke, 2005). Il s'explique par la persistance de surplus courants et par l'accumulation de réserves de change importantes dans de nombreux pays émergents – d'Asie en particulier – et exportateurs de pétrole, qui cherchent notamment à réduire les risques liés à une possible fuite des capitaux, à prévenir une appréciation de leur devise et à placer leurs avoirs en lieu sûr. Il est par ailleurs vraisemblablement lié à l'évolution de la structure par âge de la démographie mondiale, marquée par une hausse de la population en âge de travailler dans certains de ces pays, qui s'est traduite par une augmentation de la propension à épargner. L'accumulation d'épargne et de réserves de change a renforcé la demande mondiale d'actifs sans risque, principalement d'obligations d'État à long terme des économies avancées et, plus spécifiquement, de bons du Trésor américain. Le vieillissement de la population dans les économies avancées depuis les années 2000 pourrait quant à lui également avoir accru la demande d'épargne,

surtout d'actifs à long terme sans risque. Le raffermissement de la demande d'actifs sans risque a naturellement donné lieu à une contraction des primes incorporées dans les rendements.

Au niveau des facteurs conjoncturels à l'origine de la baisse des primes de terme, l'on peut tout d'abord citer certaines mesures de politique monétaire non conventionnelles. Les programmes d'achat de titres mis en œuvre par diverses banques centrales en vue de peser directement sur les taux longs et d'assouplir davantage les conditions de financement dans l'économie ont à ce titre joué un rôle tout particulier. Ces programmes d'achat ont été adoptés après que les taux à court terme avaient atteint un niveau plancher et qu'il n'était dès lors plus possible de stimuler l'activité en recourant aux instruments traditionnels de la politique monétaire. Il est intéressant à ce titre de noter la diminution très prononcée des primes de terme aux États-Unis comparativement à la zone euro. Ceci témoigne de l'activisme de la Réserve fédérale en matière d'achat de titres à long terme pour peser sur les taux (cf. encadré 1), tandis que l'Eurosystème s'est borné à acquérir des titres aux fins de préserver la bonne transmission de sa politique monétaire. Ses achats dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP) se sont limités aux obligations de pays qui se trouvaient au cœur de la crise de la dette souveraine et se sont révélés sans commune mesure avec les programmes d'assouplissement quantitatif conduits par les autres grandes banques centrales de la planète. Le programme des opérations monétaires sur titres (OMT), adopté par l'Eurosystème durant l'été 2012 en remplacement du SMP mais non activé à ce jour, prévoit la possibilité d'acquérir des titres de la dette publique sur le marché secondaire, mais à nouveau dans la seule optique de préserver la bonne

transmission de la politique monétaire dans la zone euro. Les « orientations prospectives » des banques centrales sur la conduite future de leur politique monétaire ont par ailleurs vraisemblablement également affecté les primes de terme, en réduisant l'incertitude sur les taux futurs et en incitant les investisseurs à s'orienter vers le plus long terme<sup>(1)</sup>. En outre, les mesures de politique monétaire non standard ont vraisemblablement eu certaines répercussions globales, à travers les arbitrages des investisseurs qui cherchent à maximiser le rendement à risque équivalent. Les mesures des principales banques centrales de la planète se sont dès lors fait sentir bien au-delà de leur territoire (FMI, 2013c).

Un autre facteur qu'il convient de mentionner pour expliquer la baisse des primes de terme est la plus forte aversion pour le risque de certains investisseurs dans le contexte de la crise. Celle-ci s'est traduite par une fuite vers les valeurs refuge telles que les bons du Trésor américain et le Bund allemand. La plus forte demande de ces actifs considérés comme sans risque et très liquides, dans un environnement où l'offre a eu tendance à se contracter à la suite des dégradations de notation<sup>(2)</sup>, a logiquement pesé sur les taux. Enfin, un dernier facteur qui a pu influencer la demande d'actifs sans risque et comprimer dès lors les primes contenues dans les taux est le renforcement de la réglementation financière, qui incite les établissements financiers à détenir davantage de titres de haute qualité (Turner, 2011).

(1) Cf. par exemple Hanson et Stein (2012), qui identifient un effet de l'orientation de la politique monétaire américaine sur la prime de terme.

(2) Selon le FMI, la détérioration de la situation fiscale dans les économies avancées pourrait, en impliquant des dégradations de notations, se traduire par une réduction substantielle de l'offre d'actifs sans risque dans les années à venir (FMI, 2012).

## Encadré 1 – Les programmes d'achat massif de titres de la Réserve fédérale depuis 2008

Après que le taux cible du marché monétaire à très court terme avait atteint un niveau plancher compris entre 0 et 0,25 % à l'automne de 2008, la Réserve fédérale s'est tournée vers les instruments de politique monétaire « non conventionnels » pour continuer de stimuler l'économie. En particulier, elle a édicté des « orientations » sur l'évolution future de son principal taux directeur et s'est engagée dans une politique dite d'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*) qui l'a conduite à acquérir d'importantes quantités de titres de dette des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire (*Government-Sponsored Enterprises* ou GSE)<sup>(1)</sup>, de titres de créance adossés à des crédits hypothécaires (*mortgage-backed securities* ou MBS) et de bons du Trésor de l'État fédéral américain. Au total, quatre programmes d'achat de titres ont été adoptés. Nous en présentons ici les grandes lignes, les principaux canaux de transmission et discutons de leur efficacité.

(1) Telles que Freddie Mac ou Fannie Mae.





## LSAP1, LSAP2, MEP et LSAP3<sup>(1)</sup>

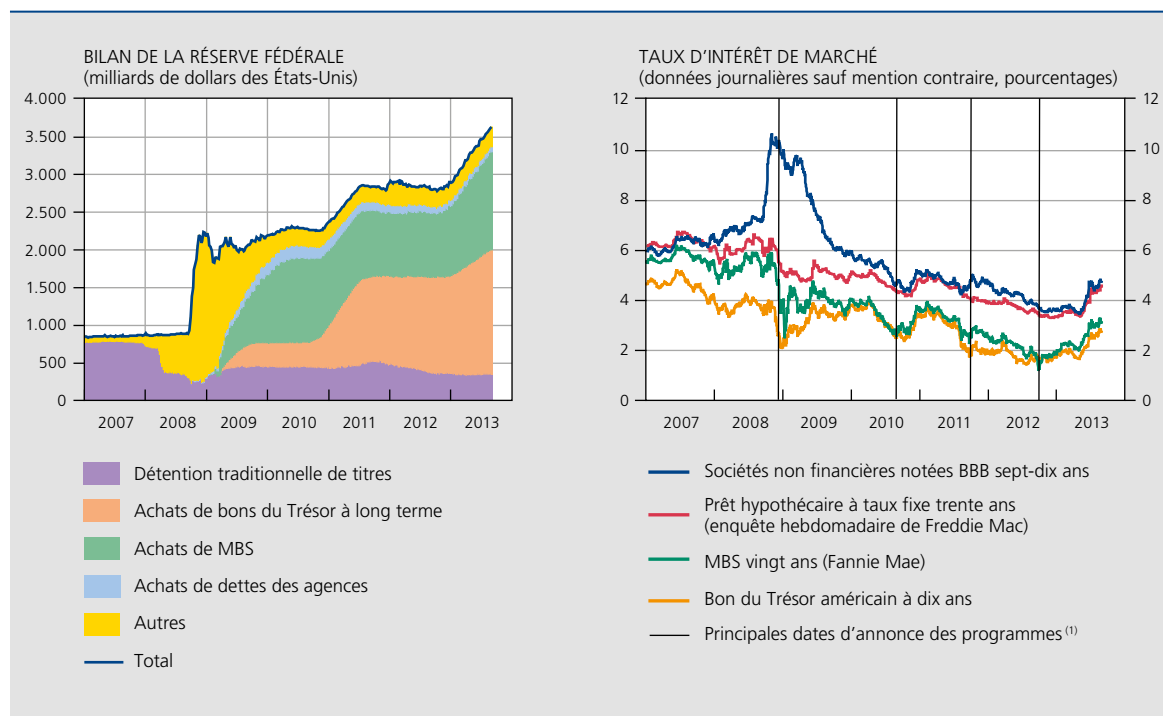
Le premier programme d'achat (*Large-Scale Asset Purchase Program 1* ou LSAP1) est annoncé le 25 novembre 2008. Il prévoit initialement des achats à hauteur de 500 milliards de dollars de MBS et de 100 milliards de dollars de dette des GSE. Après avoir été étendu en mars 2009, les achats atteignent finalement 1 750 milliards de dollars, dont 300 de bons du Trésor à long terme. La décision de la Réserve fédérale de procéder à des achats de titres reflète notamment la structure de financement de l'économie américaine, caractérisée par une grande importance relative des marchés obligataires et par un rôle plus limité pour l'intermédiation bancaire. Bien que ce premier programme ait pour ambition de soutenir l'ensemble de l'économie, la décision de la Réserve fédérale d'acquérir des MBS et des dettes des GSE traduit en particulier son souci d'accorder la priorité au marché du crédit hypothécaire, sévèrement touché par la chute des prix de l'immobilier américain entre 2006 et 2008.

Le deuxième programme d'achat (LSAP2) intervient dans un contexte financier apaisé, mais marqué par une activité économique atone et des risques déflationnistes. Après avoir annoncé en août 2010 qu'elle allait réinvestir les remboursements en principal du premier programme en bons du Trésor, la Réserve fédérale lance officiellement son deuxième programme d'achat le 3 novembre 2010. Ce dernier prévoit des achats de bons du Trésor à long terme à hauteur de 600 milliards de dollars, afin de « promouvoir une reprise économique accélérée et de maintenir l'inflation à un niveau compatible avec son mandat ».

Le 21 septembre 2011, la Réserve fédérale prévient que les remboursements en principal des MBS et des dettes des GSE seront dorénavant réinvestis en MBS et non plus en bons du Trésor. Elle fait par ailleurs part de son intention

(1) Cf. par exemple Fawley et Neely (2013) pour une description plus détaillée.

### BILAN DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ



Sources : Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Bank of Cleveland.

(1) 25 novembre 2008 pour LSAP1, 10 août 2010 pour LSAP2, 21 septembre 2011 pour MEP et 13 septembre 2012 pour LSAP3.

de procéder à de nouveaux achats de bons du Trésor de maturité résiduelle supérieure à six ans pour un montant de 400 milliards de dollars et de financer ceux-ci par la vente, pour un montant équivalent, de bons du Trésor de maturité résiduelle inférieure à trois ans. Via ce programme, elle cherche à aplatir la courbe des rendements, en réduisant les taux de long terme comparativement à ceux de court terme. Contrairement aux programmes précédents, il n'implique pas d'accroissement du bilan de la Réserve fédérale, mais seulement une extension de sa maturité. Il est ainsi connu sous le vocable d'*Operation Twist*, ou encore de *Maturity Extension Program* (MEP). Le 20 juin 2012, ce programme est prolongé jusqu'à la fin de l'année 2012, pour un montant additionnel de 267 milliards de dollars.

Enfin, le quatrième programme d'achat est annoncé le 13 septembre 2012. À l'inverse des programmes précédents, la Réserve fédérale ne s'engage pas pour un montant total mais pour un rythme d'achats, en l'occurrence 40 milliards par mois de MBS. Elle prévient que si la situation sur le marché du travail ne s'améliore pas substantiellement, dans un contexte de stabilité des prix, elle poursuivra ses achats, entreprendra de nouvelles acquisitions et fera usage de ses autres instruments aussi longtemps que nécessaire. Sur cette base, le 12 décembre 2012, elle informe que, à compter de janvier 2013, elle va aussi acquérir chaque mois des bons du Trésor à long terme pour un montant de 45 milliards de dollars, sans stériliser ces derniers par la vente de titres à court terme.

### Canaux de transmission

Dans l'ensemble, les programmes d'achat de titres à grande échelle reflètent la volonté de la Réserve fédérale de continuer de stimuler l'économie une fois le taux cible ayant atteint son plancher naturel, en pesant directement sur les taux longs. Trois canaux de transmission au moins peuvent être mis en avant pour expliquer les effets des achats sur ces derniers. Un premier canal est celui de l'« effet de portefeuille » (*portfolio balance channel*), qui repose sur la théorie de l'« habitat préféré », selon laquelle les marchés sont soumis à une certaine segmentation. En réduisant la disponibilité de titres à long terme pour les investisseurs privés, la Réserve fédérale diminue ainsi le risque de taux d'intérêt présent dans le portefeuille des investisseurs, ce qui allège la prime de risque requise par ces derniers pour détenir les titres ciblés (Bauer, 2012). La demande spécifique qui s'adresse aux bons du Trésor, en raison de leur qualité d'actif sans risque et très liquide, tend à renforcer l'impact des achats sur les rendements de ces derniers, et certains auteurs parlent à ce titre d'un « canal de la sécurité » (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2011). De manière plus générale, les effets des acquisitions se transmettent ensuite aux autres taux de l'économie par le biais des réajustements de portefeuille des investisseurs qui ont vendu les titres à la banque centrale. Un deuxième canal est celui du « signalement » (*signalling channel*), selon lequel, en annonçant ses achats de titres, la banque centrale fait part aux agents de sa volonté d'inscrire sa politique monétaire accommodante dans la durée, ce qui les amène à anticiper des taux directeurs à un niveau plancher sur une plus longue période (Bauer et Rudebusch, 2011). Dans la mesure où la banque centrale prête attention à ses pertes éventuelles, les achats d'actifs renforcent son engagement à maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2011). Enfin, un troisième canal potentiel est celui du « fonctionnement du marché » (*market functioning channel*), selon lequel, à travers ses programmes d'achat, la banque centrale signifie aux investisseurs qu'un acteur d'envergure se tient prêt à soutenir le marché. Car ils apaisent les craintes des investisseurs lorsque les conditions financières se détériorent, les achats soutiennent non seulement la valeur des actifs ciblés mais, plus globalement, celle des autres titres présents sur le marché et, dès lors, indirectement, les conditions de financement pour l'ensemble de l'économie.

### Efficacité

L'évaluation des effets des programmes d'achat de titres sur les rendements des titres acquis n'est pas une chose aisée. Il est en outre encore plus délicat d'apprécier leur impact sur les conditions de financement de l'ensemble de l'économie et sur la situation macroéconomique en général. Deux approches distinctes sont habituellement



suivies pour étudier l'influence des programmes d'achat de titres sur les taux d'intérêt. La première se fonde sur les « événements » et consiste à étudier l'incidence cumulative sur les taux d'intérêt des communications relatives aux opérations d'achat. Cette méthode n'est pas parfaite, en ce sens qu'elle laisse notamment de côté les effets survenus en dehors des jours d'annonces et ne corrige pas en revanche pour les autres informations disponibles à ces dates. Elle fournit néanmoins une première approximation valable des impacts et est couramment employée dans la littérature (Bauer, 2012). La deuxième approche repose sur des modèles macroéconométriques, qui font appel à des méthodes statistiques sophistiquées mais limitées par le manque de données lié au caractère exceptionnel des programmes d'achat de titres des banques centrales. Les études disponibles tendent à suggérer des effets similaires à ceux identifiés sur la base des études événementielles, bien que généralement plus ténus.

Les études qui s'intéressent aux impacts des programmes conduits par la Réserve fédérale estiment d'ordinaire que les achats ont eu des effets bénéfiques sur les coûts de financement. L'efficacité des programmes serait toutefois marquée par des rendements d'échelle décroissants; autrement dit, plus le niveau des taux est bas, plus il serait difficile de les faire baisser davantage. Sur la base d'une analyse économétrique des achats de bons du Trésor dans le cadre de LSAP1, D'Amico et King (2010) ont par exemple mis en évidence que chaque opération d'achat avait, en moyenne, généré un repli de taux de 3,5 points de base environ le jour des acquisitions et que le programme dans son ensemble avait entraîné un abaissement durable de la courbe des rendements de l'ordre de 50 points de base. Gagnon, Raskin, Remache et Sack (2011) ont pour leur part jugé que LSAP1 avait permis de réduire les primes de terme pour les taux à dix ans dans une fourchette allant de 30 à 100 points de base. Ils avancent que si les effets des achats ont été particulièrement notables sur le marché du crédit hypothécaire, ils se sont généralisés, s'étendant aux bons du Trésor, aux obligations du secteur privé et aux swaps de taux d'intérêt. Se fondant sur le travail de Gagnon et al. (2011), Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2011) ont observé que LSAP1 et LSAP2 ont sensiblement comprimé les taux d'intérêt nominaux des bons du Trésor, des titres de dette des agences, des obligations du secteur privé et des MBS, avec des amplitudes qui diffèrent toutefois selon les titres, les maturités et les programmes. Bauer (2012) a quant à lui conclu que les annonces-clés de LSAP1 ont produit un effet cumulatif sur les taux de l'ordre de 100 points de base, et ce tant pour les bons du Trésor que pour les obligations du secteur privé ou les MBS. Pour LSAP2, il a identifié une incidence cumulative sur les mêmes titres de près de 15 points de base, et de 3 à 25 points de base pour le MEP. Les répercussions plus limitées des deuxième et troisième programmes s'expliquent notamment, outre par leur plus petite taille, par un meilleur fonctionnement des marchés au cours de ces périodes (cf. canal du fonctionnement du marché) que pendant LSAP1, et par le rôle dans le resserrement des taux déjà attribué aux orientations prospectives. Les études concernant LSAP3 sont très peu nombreuses, en raison du caractère récent du programme, toujours en cours à l'heure actuelle.

Une autre indication de la capacité des programmes d'achat d'actifs à influencer les taux d'intérêt provient, paradoxalement, de la volatilité sur les marchés financiers et de la hausse des taux, qui étaient liées, au printemps de 2013, aux déclarations des membres du FOMC quant au futur de LSAP3 et, en particulier, à la possibilité de commencer à ralentir le rythme des achats dans un futur proche. Face au relèvement des taux, le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, s'est montré rassurant en juillet, soulignant que la suite qui serait réservée au programme resterait conditionnée par les évolutions économiques et financières (cf. par exemple Bernanke, 2013b). Ces événements illustrent, outre les effets de tels programmes, les défis, notamment communicationnels, qu'implique leur terminaison.

S'agissant de la situation macroéconomique générale, les études trouvent dans l'ensemble que les programmes d'achat ont permis de limiter l'ampleur de la récession causée par la crise financière. Chung et al. (2011) concluent ainsi que le stimulus additionnel fourni par les achats de titres a permis de limiter la détérioration du marché du travail et, probablement, d'éviter que l'économie ne tombe dans une situation de déflation, tandis que Baumeister et Benati (2013) avancent également que la compression des rendements à long terme a significativement soutenu la croissance et prévenu les risques de déflation.

### 3.5 Synthèse des déterminants de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt

Pour résumer, la faiblesse actuelle des taux d'intérêt tient à une série de facteurs de différentes natures. Tout d'abord, le taux d'équilibre a suivi une tendance décroissante à partir du début des années 2000, laquelle s'est accentuée quelque peu dans le contexte de la crise. Cette évolution traduit largement le ralentissement de la croissance potentielle et la révision à la baisse des anticipations de croissance à long terme, tandis que les attentes d'inflation sont pour leur part demeurées assez stables dans l'ensemble, après avoir reculé durant les années 1990. La diminution de la composante réelle des taux d'intérêt est un phénomène largement exogène à la politique monétaire. Ensuite, la conduite de la politique monétaire joue un rôle certain. Si la plus grande transparence et la crédibilité accrue des banques centrales depuis la deuxième moitié des années 1990 ont permis de réduire la composante inflation de la prime de terme, le contexte de la crise et la grande atonie de l'activité économique ont conduit les banques centrales à imprimer une orientation particulièrement accommodante à leur politique monétaire. Les anticipations relatives aux taux courts sont en outre affectées par les orientations prospectives des banques centrales, qui tendent également à contracter les primes de terme. Ces dernières ont par ailleurs été comprimées par les programmes d'achat de titres, dont les répercussions ont dépassé les frontières nationales. Enfin, au-delà de la politique monétaire, certains autres facteurs, tels l'excès d'épargne global, l'augmentation de l'aversion pour le risque dans le contexte de la crise, ou encore la régulation financière ont généré une hausse de la demande d'actifs sans risque et entraîné un repli des taux d'intérêt dans un contexte où l'offre subissait une tendance baissière.

## 4. Faiblesse des taux d'intérêt et stabilité macroéconomique et financière

Comme nous l'avons exposé ci-dessus, les banques centrales du monde entier mènent depuis plus de cinq ans déjà une politique monétaire très accommodante, caractérisée par des taux réels extrêmement bas. Même si cette politique a contribué à prévenir un ralentissement encore plus marqué de l'activité économique, il n'est pas exclu que la faiblesse des taux exerce également des effets négatifs sur la stabilité financière et donc, à plus long terme, sur la stabilité macroéconomique. Les autorités pourraient alors être confrontées à des arbitrages<sup>(1)</sup>. Les implications économiques de taux d'intérêt peu élevés dans le contexte d'une récession accompagnée d'une réduction de l'endettement excessif s'avèrent en effet complexes.

La faiblesse des taux à court terme induit tout d'abord une baisse du coût de financement pour les établissements de crédit. L'écart se creusant entre le coût de financement et le rendement de leurs actifs – généralement à plus long terme –, leurs marges d'intérêt et d'intermédiation augmentent. Dans la foulée, la santé financière des établissements de crédit s'améliore, de sorte qu'ils peuvent plus facilement octroyer de nouveaux crédits. Ils vont en outre répercuter en partie la baisse du coût de financement sur leur clientèle. Les ménages et les entreprises pourront ainsi se financer plus aisément, ce qui relancera l'activité économique. Il s'agit d'un canal de transmission important par lequel les taux à court terme influencent la stabilité macroéconomique et financière.

(1) Pour une discussion détaillée sur la manière dont les effets indésirables éventuels d'une politique monétaire accommodante créent des arbitrages cf. White (2012).

GRAPHIQUE 6 CONSÉQUENCES D'UNE FAIBLESSE DES TAUX (SUR UNE PÉRIODE PROLONGÉE)

	Environnement macroéconomique	Environnement financier
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coûts de financement moindres pour les entreprises et les ménages</li> <li>• Désendettement progressif des entreprises et des ménages</li> <li>• Stabilisation de l'activité économique et préservation de la stabilité des prix; prévention d'une déflation de désendettement (<i>debt deflation</i>).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coûts de financement moindres pour les établissements financiers</li> <li>• Désendettement progressif des établissements financiers</li> <li>• Baisse du nombre de crédits défaillants</li> </ul>
Inconvénients et risques éventuels	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'<i>evergreening</i>, ou <i>Zombie lending</i>, mine la croissance potentielle à long terme</li> <li>• Désstabilisation des anticipations d'inflation, avec à la clé une hausse des taux.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Report de l'assainissement bilantaire (aléa moral)</li> <li>• Quête de rendement (<i>search for yield</i>)</li> <li>• Exposition au risque de taux d'intérêt</li> </ul>

Un contexte de taux d'intérêt peu élevés facilite par ailleurs la réduction des dettes accumulées par les ménages et les entreprises. Le désendettement progressif des secteurs non financiers est une condition sine qua non de celui du secteur financier, de même que d'une stabilité financière durable. Grâce au niveau très modéré des taux d'intérêt, le nombre de ménages et d'entreprises en difficulté de remboursement devrait diminuer, ce qui va accroître la rentabilité des établissements de crédit et leur permettre de renforcer leurs fonds propres. Cette situation bénéficie à son tour à la stabilité macroéconomique : les établissements de crédit jouent en effet un rôle-clé dans le financement des ménages et des entreprises.

L'on est dès lors en droit de se dire que, ce faisant, la faiblesse des taux d'intérêt induit une redistribution entre épargnants et emprunteurs. Il ne faut toutefois pas perdre de vue que si les taux étaient plus élevés, l'on observerait un nombre sensiblement plus important de crédits défaillants. En outre, davantage d'emprunteurs seraient contraints de liquider leurs actifs, ce qui entraînerait des ventes précipitées et de nouvelles réductions de valeur sur les actifs éventuellement mis en garantie. En définitive, il n'est pas exclu que, dans un contexte de taux plus élevés, les épargnants essuieraient des pertes encore plus lourdes.

Dans la mesure où une politique monétaire accommodante relance l'activité économique, elle contribue également à éviter un scénario de déflation, qui impliquerait une baisse du niveau des prix. Les emprunts étant généralement exprimés en termes nominaux, la déflation fait augmenter l'encours de la dette en termes réels. Il devient alors plus difficile pour les emprunteurs de réduire leur endettement, avec à la clé une nouvelle incidence négative sur l'activité économique et sur l'inflation, un phénomène dit de déflation de désendettement (Fisher, 1993). La stabilité financière en pâtit alors naturellement également. L'expérience de la Grande dépression des années 1930 et de la crise japonaise des années 1990 montre à quel point le désendettement est malaisé lorsque l'économie subit un ralentissement en termes nominaux. Globalement, force est donc de constater que les conséquences macroéconomiques et financières positives d'une modération des taux se renforcent mutuellement. En stimulant l'activité économique, l'on raffermi la stabilité financière, ce qui favorise à son tour le redressement de l'activité économique.

Cela dit, un contexte de taux peu élevés n'est pas exempt d'inconvénients ou de risques potentiels. Sur le plan macroéconomique, l'un des aléas majeurs de la faiblesse des taux est que celle-ci grève in fine la croissance de la productivité. Des taux durablement bas permettent aux établissements de crédit dont la position en capital est délicate de renouveler leurs prêts à des entreprises

insolvables à un taux débiteur minimal; c'est le phénomène dit du *zombie lending* ou *evergreening*. Des établissements de crédit anémiés peuvent ainsi éviter que la faillite d'une entreprise n'entraîne la reconnaissance de pertes sur les crédits octroyés, ce qui pèserait sur leurs fonds propres. L'on continue ainsi de financer des projets improductifs d'entreprises insolubles plutôt que des projets nouveaux et productifs d'entreprises solvables, ce qui mine la croissance de la productivité. Cette situation est d'autant plus probable dans un contexte où les taux directeurs nominaux sont proches de zéro et où les banques peuvent se procurer des liquidités en abondance auprès de la banque centrale. Certaines indications sérieuses (Peek et Rosengren 2005; Caballero et al., 2008) montrent que ce type de mécanisme pervers a participé à la « décennie perdue » (*Lost Decade*) au Japon, qui fait référence à la stagnation de la croissance de la productivité nipponne dans les années 1990. Or, la faiblesse de la croissance économique finit par nuire également à la rentabilité du secteur financier, ce qui, à son tour, porte un peu plus atteinte à la stabilité financière.

Un environnement au sein duquel la croissance potentielle doit régulièrement être revue à la baisse génère également un risque que la politique monétaire ne reconnaisse pas à temps le fait que l'économie est stimulée au-delà de son potentiel. Il est très difficile d'opérer en temps réel la distinction entre un essoufflement de la croissance potentielle et un ralentissement de la croissance cyclique. Si, par conséquent, l'on suppose à tort que le tassement de la croissance s'explique principalement par des facteurs cycliques, il est possible que la politique monétaire abaisse les taux de manière excessive, mettant ainsi en péril la stabilité des prix. Pareil scénario s'est produit dans les années 1970, faisant dérapier l'inflation et exploser les taux d'intérêt (Orphanides, 2002). Même si la faiblesse des taux d'intérêt contribue à alléger progressivement l'endettement, il subsiste le risque que les pouvoirs publics, motivés en cela par des taux peu élevés, ne s'attendent pas suffisamment à réduire leur dette. L'on pourrait ainsi être porté à croire – à tort ou à raison – que les pouvoirs publics finiront par faire pression sur la banque centrale pour résoudre le problème de la dette publique en comprimant les taux d'intérêt et en alimentant l'inflation (Leeper, 1991; Sims, 1994). C'est ce qui s'est passé aux États-Unis à la suite de la Seconde Guerre mondiale. La seule anticipation d'un tel scénario peut à terme entraîner une inflation galopante et volatile, néfaste à la stabilité macroéconomique et financière.

Tandis que la faiblesse des taux d'intérêt réduit les incitants des pouvoirs publics à réaliser des économies, elle peut également décourager les établissements financiers de diminuer leur endettement et d'assainir leur bilan. Il n'est même pas exclu que le bas niveau des taux d'intérêt incite

les établissements financiers à prendre des risques financiers excessifs: l'on parle alors de quête de rendement (*search for yield*) (Rajan, 2005). Les établissements financiers peuvent en effet chercher à doper leurs bénéficiaires à court terme ou simplement tenter de satisfaire aux rendements pour lesquels ils s'étaient précédemment engagés auprès de leurs clients. Quoi qu'il en soit, la quête du rendement est de nature à causer des problèmes encore plus aigus en matière de stabilité financière et macroéconomique.

Il convient par ailleurs d'éviter qu'une faiblesse persistante des taux d'intérêt n'amène les établissements financiers à sous-estimer l'augmentation du risque de taux. Les taux d'intérêt sont ainsi susceptibles de partir brusquement à la hausse si, par exemple, l'activité économique enregistre une soudaine amélioration et alimente de la sorte l'inflation plus rapidement que prévu. Ce genre de scénario est vraisemblablement assez inoffensif pour ce qui est de la stabilité financière, dans la mesure où la reprise de l'activité économique exerce un effet positif sur la santé des établissements financiers. Mais l'inflation peut également grimper en flèche sans que l'activité économique ne progresse, par exemple dans le cas d'un choc d'offre ou en raison de préoccupations relatives à la crédibilité de la banque centrale. Les primes de risque qui sont incluses dans les taux d'intérêt à long terme – et qui sont sans doute actuellement négatives, comme cela a été illustré ci-dessus – peuvent elles aussi brutalement s'envoler sans signe avant-coureur.

Il s'agit donc de peser les avantages et les inconvénients – et les risques potentiels –, sur le plan macroéconomique comme financier, d'une politique monétaire accommodante et d'un environnement de faibles taux d'intérêt. Il convient toutefois de souligner que maintenir aujourd'hui des taux peu élevés crée les meilleures conditions pour que les taux remontent demain. Ainsi, Bernanke (2013a), parmi d'autres, avance que c'est précisément en comprimant maintenant les taux que l'économie pourra se redresser et que les taux d'intérêt pourront par la suite se rapprocher à nouveau du taux d'équilibre. Cela permet en effet d'éviter une pression déflationniste et son corollaire, le bas niveau des taux d'intérêt. De plus, seule la partie cyclique de la baisse des taux peut s'expliquer par le caractère accommodant de la politique monétaire. Une part du repli des taux d'intérêt sans risque est in fine imputable aux perspectives moins favorables concernant la croissance potentielle, sur lesquelles la politique monétaire n'a pas de prise (Apel et Claussen, 2012). Un resserrement de la politique monétaire peut difficilement compenser cette diminution du taux d'équilibre – qui lui est exogène – car cela induirait des risques excessifs pour la stabilité macroéconomique.

L'efficacité de la politique monétaire accommodante dépend toutefois aussi dans une large mesure de la volonté d'autres

instances de réduire leur excédent de dettes et de contribuer à ce que la faiblesse des taux ne débouche pas sur une prise de risques excessive. La principale finalité que poursuit la politique monétaire en pesant sur les taux consiste à gagner du temps pour permettre aux ajustements de s'opérer de façon progressive. Si les secteurs tant financiers que non financiers ne parviennent pas à mettre cette bouffée d'oxygène à profit pour procéder au désendettement nécessaire, les inconvénients d'une politique monétaire accommodante l'emporteront très probablement sur ses avantages. Une politique budgétaire et prudentielle appropriée, axée sur l'allègement graduel des dettes et sur la prévention de nouveaux risques financiers excessifs, revêt donc la plus haute importance. Une politique structurelle adéquate peut, de surcroît, contribuer positivement au renforcement du potentiel de croissance à long terme, permettant à terme à la part des taux d'intérêt sans risque, qui échappe à la politique monétaire, de s'inscrire à nouveau en hausse.

Dans la section qui suit, nous examinons plus en détail deux risques spécifiques qui peuvent se manifester dans un environnement où les taux d'intérêt sans risque nominaux sont très faibles. Nous mettons en lumière les défis que posent les rendements minimaux garantis aux assureurs et fonds de pension et nous nous attachons à préciser les risques d'une hausse des taux soudaine et précoce.

## 5. Deux risques spécifiques liés à la faiblesse des taux d'intérêt

### 5.1 Faiblesse persistante des taux d'intérêt, assureurs et fonds de pension

Dans une économie, épargnants et emprunteurs subissent de manière très différente une diminution des taux d'intérêt. Tandis que les emprunteurs profitent d'une réduction du coût de remboursement, la baisse des taux d'intérêt signifie pour les épargnants un amoindrissement des revenus d'intérêts (futurs), qui est fonction de l'échéance de leurs actifs. Cette problématique se manifeste tout particulièrement dans les défis que doivent relever les entreprises d'assurance-vie et les fonds de pension, surtout lorsqu'ils se sont engagés à garantir à leurs clients un rendement minimum (Antolin et al., 2011).

En termes économiques<sup>(1)</sup>, un recul des taux d'intérêt induit une augmentation de la valeur tant des passifs que

(1) Sur le plan comptable, la valorisation de certaines rubriques du bilan des assureurs-vie et des fonds de pension ne s'en trouve pas nécessairement altérée. Dans le cadre de Solvabilité I, l'effet d'une diminution des taux d'intérêt sur la valeur actuelle des passifs n'entre par exemple pas en compte pour le calcul de la marge de solvabilité. Solvabilité II devrait pallier cette lacune (cf. également BNB, 2013).

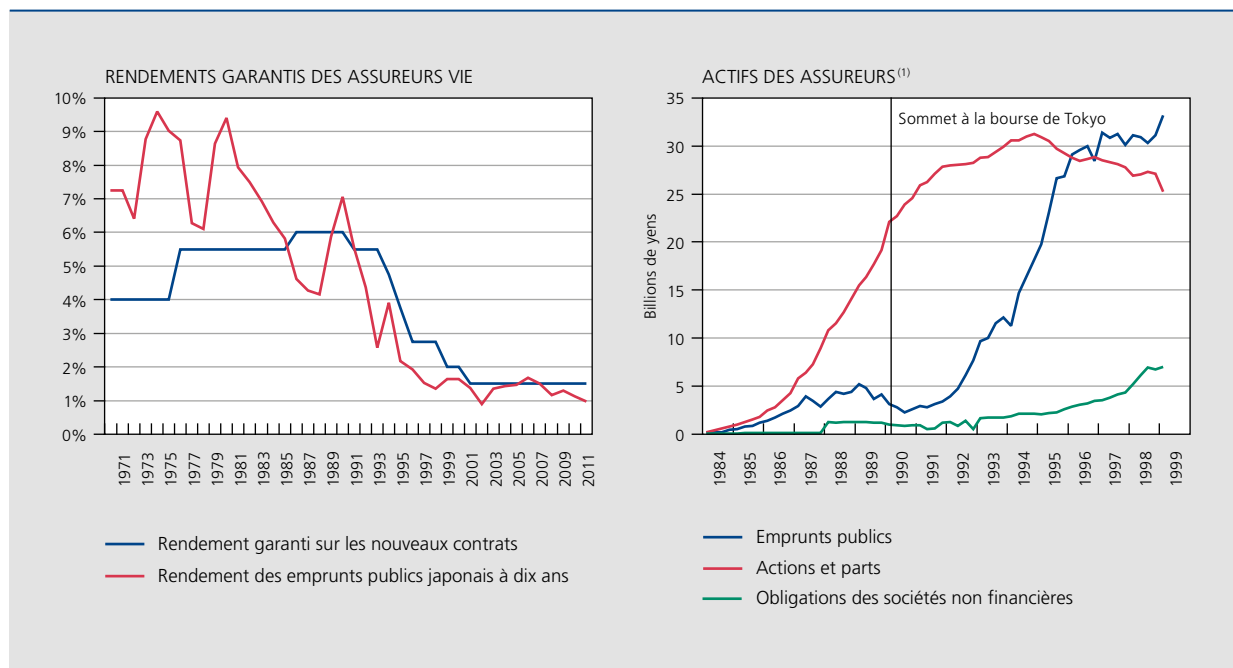
des actifs des assureurs-vie et des fonds de pension (Bank of England, 2012). Lorsque le rendement est garanti, la valeur des passifs, typiquement à très long terme pour ces établissements, progresse à mesure que le taux d'actualisation utilisé pour escompter les engagements futurs se replie. Une forte baisse des taux d'intérêt fait rebondir la valeur actuelle des engagements futurs, a fortiori si ceux-ci ne peuvent tomber en deçà d'un minimum préalablement déterminé. Parallèlement, la valeur actuelle – et donc le prix – des actifs qu'ils détiennent s'accroît. Ce constat s'applique tant aux actifs à revenu fixe, comme les obligations, qu'aux actions et aux parts. Ces dernières voient d'ailleurs leur valeur gonfler sous l'effet des perspectives de hausse des dividendes futurs alimentées par l'action favorable des taux d'intérêt modérés sur l'activité économique. De ce fait, la faiblesse des taux d'intérêt ne menace pas nécessairement la stabilité financière des assureurs-vie et des fonds de pension, du moins tant que l'échéance moyenne des actifs est conforme à celle des passifs.

Dans les faits, il apparaît toutefois que ces établissements investissent généralement dans des actifs dont la maturité est inférieure à celle de leurs passifs, notamment parce que les marchés financiers ne proposent pas forcément suffisamment d'actifs à long terme. Si les actifs sont tous placés en titres à revenu fixe et si les taux d'intérêt se

replient, un établissement pour lequel l'échéance est plus courte du côté des actifs verra la valeur de ses passifs se redresser plus fortement que celle de ses actifs. En d'autres termes, si la faiblesse des taux d'intérêt persiste, l'établissement sera contraint, à l'échéance de ses titres de créance, de replacer les fonds à un taux d'intérêt moindre (BNB (2013) illustre l'ampleur de ce phénomène en Belgique). Cette augmentation plus importante des passifs ne manque pas d'éroder les fonds propres. Si l'on veut pouvoir respecter les rendements garantis, la solvabilité et la stabilité financière risquent d'en pâtir. Cette présentation simplifiée n'est naturellement pas exhaustive puisqu'elle fait abstraction des nombreuses complexités inhérentes à ce secteur. Ainsi, les assureurs et les fonds de pension peuvent également couvrir leur risque de taux d'intérêt en recourant à des produits dérivés, et les modifications de l'éventail de produits – par exemple une diminution de l'offre de produits à rendement garanti – peuvent par ailleurs également aider à supporter l'incidence d'une baisse des taux d'intérêt.

Il n'est pas exclu que, face à des taux d'intérêt sans risque en repli et à des rendements garantis relativement élevés, les assureurs-vie et les fonds de pension se tournent vers des actifs offrant des rendements supérieurs. Ils pourraient ainsi investir dans des instruments plus risqués (BRI, 2011). L'expérience des assureurs-vie au Japon dans les

**GRAPHIQUE 7 ASSUREURS JAPONAIS DURANT LES ANNÉES 1990**



Sources : Swiss Re, Banque du Japon, Federal Reserve Bank of Saint-Louis.  
(1) Opérations cumulées sur une base trimestrielle.

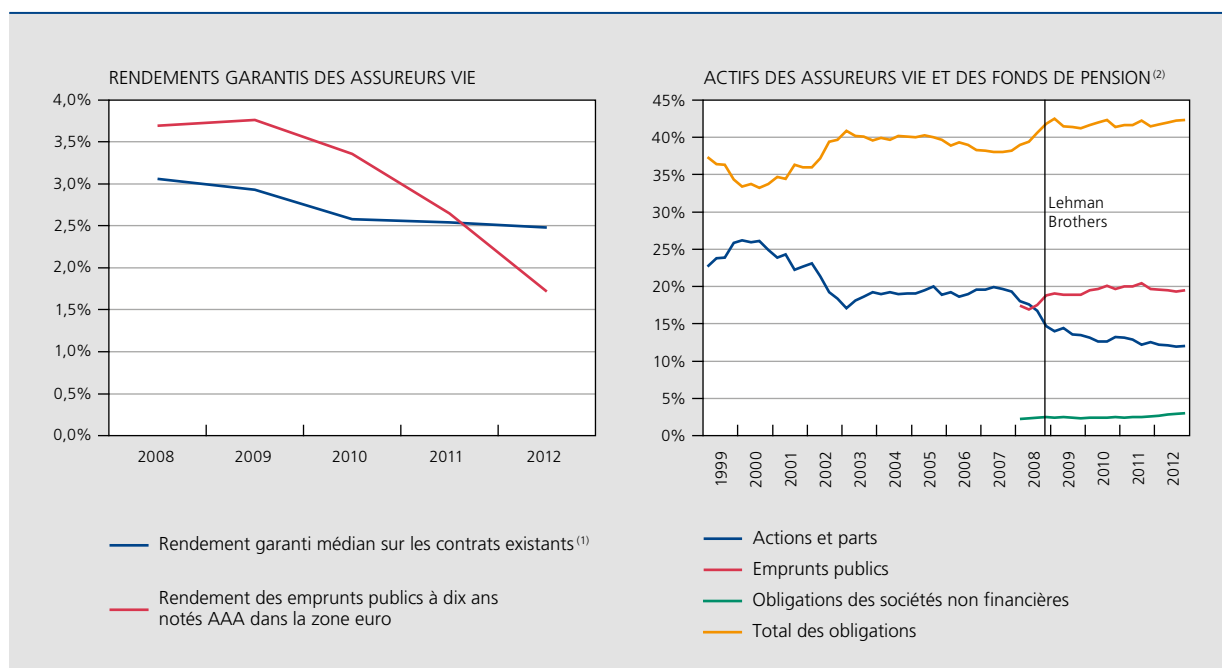
années 1990 montre que la tentation est bien réelle pour eux d’opter, en réaction à la chute des taux d’intérêt sans risque, pour une certaine quête de rendement. Avant l’éclatement de la bulle à la bourse de Tokyo, les assureurs-vie japonais accordaient des rendements garantis assez élevés à leurs assurés, en dépit de la baisse des taux d’intérêt à long terme sur les emprunts publics comparativement au début des années 1980.

Au cours de la période d’expansion de la fin des années 1980, les assureurs-vie au Japon ont naturellement acheté avant tout des actions, qui leur ont procuré des rendements élevés tant que la bourse augmentait. Après l’éclatement de la bulle boursière, ils ont modifié leur stratégie de placement et se sont mis à investir de plus en plus dans les emprunts publics japonais, perçus comme des valeurs sûres. Cette stratégie s’est toutefois avérée intenable à terme. Sous l’effet du ralentissement persistant de la croissance et de la politique monétaire accommodante, les taux d’intérêt des emprunts publics à plus long terme sont tombés à un niveau inférieur à celui des rendements garantis sur les nouveaux contrats. Ces rendements n’ont été revus à la baisse que très progressivement. En outre, la loi limitait la possibilité de raboter les garanties de rendement des contrats existants (BRI, 2011).

Le graphique 7 montre qu’à mesure que les taux d’intérêt sans risque baissent, les assureurs-vie au Japon se sont mis à investir, de manière limitée mais néanmoins croissante, dans des obligations d’entreprise généralement assorties d’un rendement élevé mais comportant davantage de risques, alors qu’ils avaient jusque-là boudé cette catégorie d’actifs. Mais ce type de stratégie n’est pas nécessairement favorable à la stabilité financière. Les catégories d’actifs qui offrent des rendements attendus plus élevés mais présentent un risque de crédit accru peuvent occasionner de lourdes pertes en cas de défaut de paiement, mettant ainsi en péril la stabilité financière des assureurs-vie. Du fait, notamment, des rendements garantis intenable et d’une gestion actifs-passifs inadéquate, toute une série d’assureurs-vie japonais ont été contraints de déposer le bilan à la fin des années 1990 et au début des années 2000 (BRI, 2011).

Il se pose dès lors la question de savoir dans quelle mesure des risques similaires existent aujourd’hui dans d’autres économies avancées où les taux d’intérêt se sont également affichés en forte baisse ces dernières années. S’agissant de l’Europe, il s’avère qu’en dépit d’un repli constaté depuis 2008, le rendement garanti moyen sur les contrats en cours des assureurs-vie dans une série de pays européens (dont la Suisse) est depuis

GRAPHIQUE 8 ASSUREURS-VIE ET FONDS DE PENSION EN EUROPE



Sources : EIOPA, BCE.

(1) Données afférentes à un échantillon d’assureurs dans l’UE et en Suisse.

(2) En pourcentage du total des actifs. Les contributions représentées sont influencées par les effets de valorisation – et non par les seules transactions financières.



peu légèrement supérieur aux taux d'intérêt sans risque. En ce qui concerne la stratégie de placement récemment adoptée par ce secteur dans la zone euro, plusieurs parallèles peuvent être établis avec la situation observée au Japon dans les années 1990. Comme sur le marché nippon, la valeur des placements en actions s'est effondrée, en l'occurrence après la faillite de Lehman Brothers, et les investissements s'effectuent davantage en obligations offrant un revenu fixe. Tant la part des emprunts publics que celle des obligations des sociétés non financières progressent sans discontinuer depuis la fin de 2008. Tout comme au Japon, la part des obligations typiquement plus risquées de sociétés non financières dans le portefeuille de placement des assureurs et des fonds de pension s'est entre-temps quelque peu accrue. Si, à ce stade, la place qu'occupent les obligations des sociétés non financières dans les portefeuilles demeure encore modeste, leur poids augmente depuis le début de 2011, à mesure que chutent les taux d'intérêt sans risque. Il convient en outre de noter que l'exposition indirecte aux différents produits de placement au sein des fonds d'investissement, qui représentent également une part élevée des actifs des assureurs et des fonds de pension, n'est ici pas prise en compte. L'exposition indirecte aux obligations via ces instruments atteindrait, selon les estimations, quelque 11 % du total des actifs (ECB, 2010).

Globalement, il n'est pas toujours aisé, en se basant sur les comptes financiers, de se prononcer sur la mesure dans laquelle l'environnement de taux d'intérêt peu élevés pose des défis aux assureurs-vie et aux fonds de pension. Cela dit, l'on dispose d'autres indications qui suggèrent qu'une quête de rendement est perceptible dans ce secteur. Le FMI (2013b) estime par exemple que la tolérance au risque des fonds de pension et assureurs américains augmente en même temps que diminue leur solidité financière. Antolin et al. (2011) indiquent pour leur part que les fonds de pension investissent un pourcentage de plus en plus important de leurs actifs dans les économies émergentes, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les fonds de capital-investissement (*private equity*). Le niveau actuel des taux d'intérêt sans risque présente donc des défis aux assureurs-vie et aux fonds de pension, qui pourraient les amener à s'orienter vers des placements plus risqués pour atteindre des rendements plus élevés. Cette stratégie n'étant toutefois pas dénuée de risques pour la stabilité financière à court ou à moyen terme, elle a incité les autorités de surveillance à faire preuve de vigilance et à appeler le secteur à la prudence (EIOPA, 2013; BNB, 2013).

## 5.2 Hausse soudaine et prononcée des taux d'intérêt

Si la stabilité financière et macroéconomique craint la faiblesse persistante des taux d'intérêt, elle est tout autant vulnérable à une situation dans laquelle ces taux se mettraient à remonter brusquement. C'est pourquoi il convient de s'attarder un instant sur les incidences d'une forte hausse des taux d'intérêt sur les établissements financiers. L'on pourra ensuite se concentrer sur un épisode historique de vive augmentation des taux d'intérêt, à savoir l'envolée des taux obligataires dans de nombreuses économies avancées à la suite du resserrement de la politique monétaire américaine au début de l'année 1994, ainsi que sur les leçons pertinentes à en tirer pour mieux comprendre la situation actuelle.

S'agissant de l'actif du bilan, un relèvement des taux d'intérêt accroît les revenus d'intérêts sur les nouveaux crédits. Il déprécie en revanche les actifs à revenu fixe, de manière d'autant plus marquée que l'échéance de ceux-ci est éloignée. Certes, cette perte de valeur ne se concrétise qu'au moment de la vente, au prix revu à la baisse, des actifs. Tant que les actifs sont détenus jusqu'à l'échéance, les états comptables n'enregistrent pas de perte. Pour ce qui est du passif du bilan, une hausse des taux d'intérêt engendre principalement une augmentation des coûts de financement. Cet effet se manifeste naturellement d'autant plus précocement que le financement s'opère à des taux d'intérêt variables ou à plus court terme.

L'incidence totale d'une rapide hausse des taux d'intérêt sur un établissement financier résulte de la conjonction de plusieurs facteurs. Parmi ceux-ci, un facteur important est l'échéance relative des actifs par rapport aux passifs. Contrairement à ce qui se passe pour les assureurs-vie et pour les fonds de pension évoqués plus haut, l'échéance des passifs, pour les banques, est généralement plus courte que celle de leurs actifs. Dès lors, si les taux d'intérêt remontent, la valeur actualisée des actifs va, du moins dans une approche *marked-to-market*, diminuer de manière plus prononcée que celle des passifs, menaçant ainsi la rentabilité. Par ailleurs, l'incidence d'une hausse des taux d'intérêt est aussi fonction du redressement relatif des taux d'intérêt à court terme par rapport à ceux de long terme. Comme les banques font de la transformation d'échéances, leurs gains seront d'autant moins importants que les taux d'intérêt à court terme augmenteront plus que ceux à long terme.

Par ailleurs, s'agissant de l'effet que la hausse des taux d'intérêt aura in fine sur la rentabilité des établissements financiers, ce sont probablement les éléments qui en sont à l'origine qui importent. S'il s'agit d'un

durcissement de la politique monétaire motivé par un accroissement de la demande, cela ne pèsera pas nécessairement sur la rentabilité des banques. En effet, un raffermissement de la demande va permettre aux banques d'être plus généreuses en nouveaux crédits, et l'effet négatif de la hausse des taux sur la charge de remboursement des emprunteurs n'alourdira pas forcément le taux de crédits défaillants (FMI, 2013b). En effet, les revenus des emprunteurs vont progresser parallèlement à l'expansion de l'activité économique. À l'inverse, une hausse des taux provoquée par un choc d'offre négatif qui alimente l'inflation et les anticipations d'inflation mais freine l'activité économique risque bien de comprimer la rentabilité des banques. Le ralentissement de l'activité économique va en effet décourager l'octroi de nouveaux crédits et aggraver le risque de défauts de paiement sur les crédits existants.

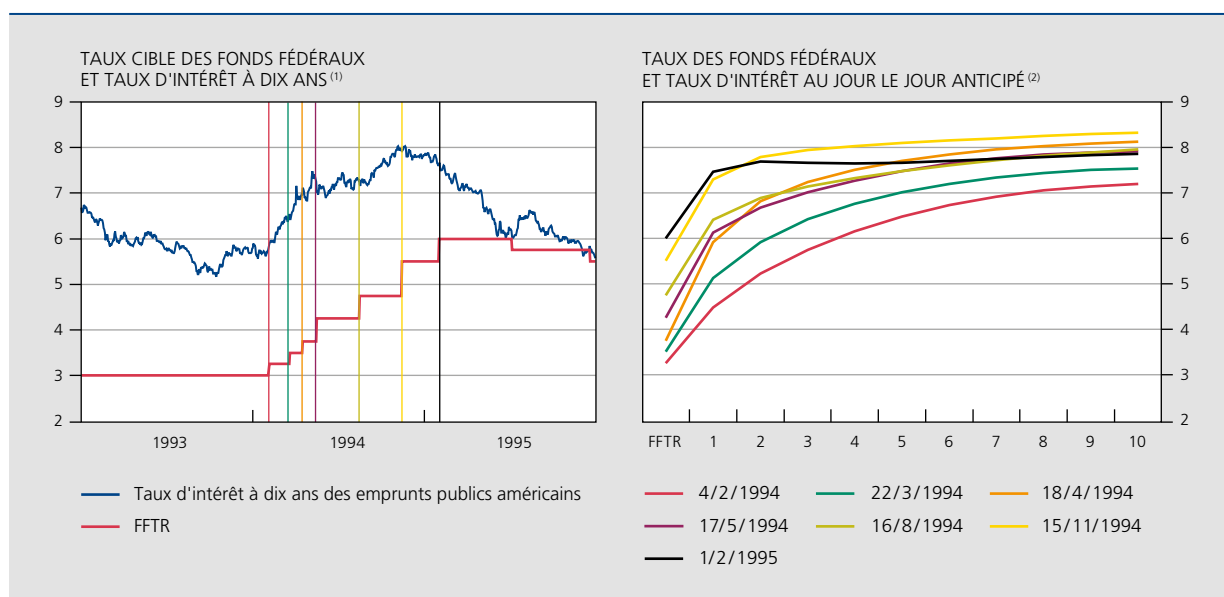
### Les turbulences sur les marchés obligataires en 1994 et la politique monétaire

Dans le contexte de volatilité des marchés obligataires au premier semestre de 2013, il se pose la question de savoir dans quelle mesure il existe aujourd'hui un risque de vive hausse des taux d'intérêt. La situation présente évoque souvent dans les mémoires l'épisode de forte poussée des taux enregistrée aux États-Unis en 1994 à la suite du net resserrement de la politique monétaire américaine.

L'échauffement des taux d'intérêt américains sans risque s'était alors par ailleurs rapidement propagé à d'autres économies avancées, faisant chuter les marchés obligataires aux quatre coins de la planète. Il n'est donc pas inutile de comparer la politique monétaire et le contexte macroéconomique actuels aux événements de 1994.

Entre février 1994 et février 1995, le Federal Open Market Committee (FOMC), organe directeur de la Réserve fédérale, a fait grimper le taux directeur de 3 à 6%. Parallèlement, le taux d'intérêt des emprunts publics américains d'une durée de dix ans est passé d'environ 5,7 à plus de 8% à l'automne de 1994. Il est ensuite revenu à 6% à l'automne de 1995. Le graphique 9 montre, pour chaque jour de hausse des taux au cours de la période considérée, le taux directeur alors en vigueur et le niveau attendu des taux d'intérêt sans risque pour une période infiniment courte au cours des dix années suivantes, tel que dérivé des rendements des emprunts publics américains. Cela permet d'esquisser la trajectoire attendue du taux d'intérêt au jour le jour pour les dix années à venir (Gürkaynak et al., 2006). Il en ressort que les augmentations successives du taux directeur par le FOMC ont incité les opérateurs financiers à réviser la trajectoire attendue des taux d'intérêt à la hausse de manière à peu près symétrique, et à escompter ainsi un relèvement des taux d'intérêt à dix ans. À la fin du cycle d'accélération des taux d'intérêt, l'on a assisté à un recul des taux d'intérêt à long terme à la suite de la révision à

GRAPHIQUE 9 ENVOLÉE DES TAUX D'INTÉRÊT AUX ÉTATS-UNIS EN 1994



Sources : Thomson Reuters Datastream, Gürkaynak et al. (2006).

(1) Le graphique reproduit le taux cible des fonds fédéraux (*Federal Funds Target Rate* – FFTR). Les lignes verticales indiquent les données pour lesquelles une courbe des taux d'intérêt (anticipés) est représentée dans le graphique de droite.

(2) Le graphique montre, pour chaque date mentionnée, le taux cible des fonds fédéraux en vigueur ce jour-là, ainsi que le taux d'intérêt au jour le jour implicite – dérivé de la courbe des rendements du titre de la dette publique américaine – anticipé entre un et dix ans après la date mentionnée.

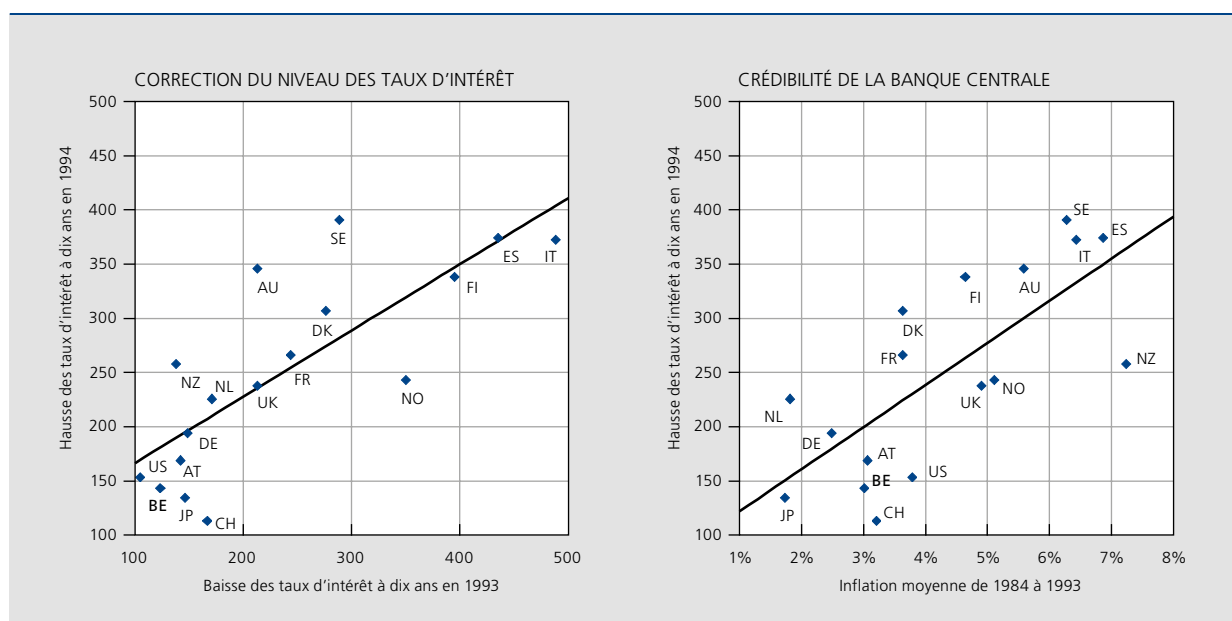
la baisse de la trajectoire des taux. Abstraction faite de la vive progression des taux d'intérêt à long terme, les conséquences de ce resserrement sont demeurées relativement limitées sur les marchés financiers. En effet, les cours des actions se sont initialement contractés, avant de se rétablir à partir de l'été de 1994, lorsque tant le chômage que l'inflation ont continué de se replier (Goldman Sachs, 2013).

Pour mieux comprendre les majorations agressives des taux d'intérêt opérées par le FOMC, il est utile d'analyser le contexte économique de cet épisode. Le taux directeur s'était établi dès septembre 1992 à 3 %, soit un niveau peu élevé pour l'époque, tandis que les taux d'intérêt à long terme affichaient une tendance à la baisse, étant revenus d'environ 8,5 % à la fin des années 1980 à 5,5 % en 1993. Dans un contexte de reprise économique, le FOMC craignait ainsi que les anticipations d'inflation ne fussent influencées à la hausse – après la politique de désinflation menée dans les années 1980 –, ce qui l'a incité à augmenter les taux (Goodfriend, 2010). La forte progression des taux d'intérêt à long terme au cours du cycle de rebond a donc été interprétée par certains membres du FOMC comme une conséquence de l'accélération des anticipations d'inflation, ce qui requérait de relever encore les taux d'intérêt. C'est pour cette raison que cet épisode est parfois décrit comme une réaction à la crainte de voir resurgir l'inflation (*inflation scare*). Les procès-verbaux des réunions du FOMC mentionnent par ailleurs qu'en procédant à des augmentations agressives et inattendues des

taux d'intérêt, les membres du FOMC entendaient enrayer le net recul des taux d'intérêt enregistré au cours des années précédentes. Ils estimaient que ce glissement avait été provoqué notamment par des placements spéculatifs. Le fait d'accompagner d'un effet de surprise les relèvements des taux d'intérêt et l'accélération des taux à long terme étaient donc même souhaitables. Les membres du FOMC ne s'y étaient pas trompés : les investisseurs qui se finançaient par des titres à court terme étaient nombreux sur le marché des *Treasuries*. Ils ont été contraints de réduire rapidement leurs positions, faisant ainsi chuter les cours et poussant vigoureusement à la hausse les taux à long terme (Turner, 2013).

La volatilité sur le marché américain a par ailleurs accru celle sur les marchés des titres publics d'autres économies avancées (Borio et McCauley, 1995; BRI, 1995). La hausse des taux d'intérêt à long terme dans une série de pays est imputable, en grande partie, d'une part, à une correction de la baisse des taux d'intérêt de 1993 et, d'autre part, à la mesure dans laquelle la politique monétaire avait établi sa crédibilité. Le relèvement des taux d'intérêt survenu en 1994 s'est avéré d'autant plus significatif que le repli des taux avait été important en 1993. Certains indices donnent en effet à penser que les marchés obligataires de plusieurs pays étaient surévalués à la fin de 1993 (BRI, 1995). Il appert par ailleurs que, dans les pays qui avaient jusque-là réalisé de meilleures performances en matière de stabilité des prix, l'augmentation des taux d'intérêt à

**GRAPHIQUE 10** EXPLICATIONS DE LA HAUSSE MONDIALE DES TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME EN 1994  
(points de base, sauf mention contraire)



Sources : Thomson Reuters Datastream.

long terme avait été beaucoup moins prononcée. Cela indique que la politique monétaire de ces pays était plus crédible et que les anticipations d'inflation à long terme y étaient mieux ancrées, ce qui leur a permis de mieux écarter les craintes inflationnistes.

Au cours de ces derniers mois, les taux d'intérêt à long terme sans risque ont, dans plusieurs pays, affiché un rebond considérable dans la foulée de l'amélioration des prévisions macroéconomiques, en particulier américaines, et de l'annonce par certains dirigeants de la banque centrale américaine d'un ralentissement prévu du rythme d'acquisition de titres publics américains. Toutefois, au moment de clôturer le présent article, les hausses restaient limitées en comparaison de celles de 1994. Un scénario comparable à celui de 1994 pourrait-il se répéter aujourd'hui? Il faut remarquer tout d'abord que les économies avancées enregistrent à l'heure actuelle une inflation très modérée et qu'elles opèrent en deçà de leurs capacités, ce qui ne laisse guère présager de resserrement abrupt et sévère de la politique monétaire dans un proche avenir. En outre, pour ce qui est des taux d'intérêt à long terme, il y a des différences substantielles entre la manière dont la politique monétaire était menée aux États-Unis en 1994 et le *modus operandi* actuel des banques centrales dans les économies avancées.

En ce qui concerne le segment à plus court terme de la courbe des rendements, c'est-à-dire, selon la terminologie

de la première partie du présent article, un horizon d'environ cinq ans, l'on a assisté à un profond remaniement de la stratégie de communication des banques centrales au cours de ces dernières décennies. À cet égard, il est frappant de constater que c'est après la réunion de février 1994 que le FOMC a pour la première fois commenté sa décision. Auparavant, les opérateurs financiers devaient déduire l'orientation de la politique monétaire des opérations d'*open market* de la banque centrale. Aujourd'hui, les banques centrales disposent d'un large éventail de canaux d'information (communiqués de presse, conférences de presse, procès-verbaux de réunions, etc.) qui aident les opérateurs financiers à comprendre les intentions de la banque centrale. D'ailleurs, non seulement cette dernière commente l'orientation actuelle de la politique monétaire, mais elle présente également, en des termes plus ou moins explicites, un aperçu de celle à venir. Certaines banques centrales (par exemple la Banque centrale suédoise et la Banque de Norvège) ont choisi, depuis un certain temps déjà, de publier leurs attentes en matière de taux d'intérêt. D'autres, comme la Réserve fédérale et, plus récemment, la BCE et la Banque d'Angleterre, ont préféré, sans pour autant donner de chiffres précis, indiquer s'attendre à ce que le taux directeur reste à un niveau peu élevé sur une période prolongée. Avec sa politique d'orientations prospectives (*forward guidance*) basée sur des indicateurs macroéconomiques (chômage et anticipations d'inflation), le FOMC pèse aujourd'hui de manière explicite sur le segment à court terme de la

## Encadré 2 – Les indications sur l'orientation future de la politique monétaire et la BCE

La crise financière a incité les banques centrales de par le monde à adopter une politique monétaire extrêmement accommodante. Pour ce faire, elles ont non seulement recouru à l'instrument classique de la baisse des taux directeurs, mais ont en outre mis en œuvre une série de mesures dites non conventionnelles, telles que les orientations prospectives (*forward guidance*). Si certaines banques centrales avaient déjà, avant la crise financière, communiqué en des termes plus ou moins précis au sujet de leurs intentions en matière de fixation des taux directeurs, plusieurs d'entre elles ont choisi, pendant la crise, de procéder à des orientations prospectives pour influencer les attentes en matière de taux d'intérêt. Cela a été le cas, entre autres, de la Réserve fédérale et, depuis août 2013, de la Banque d'Angleterre.

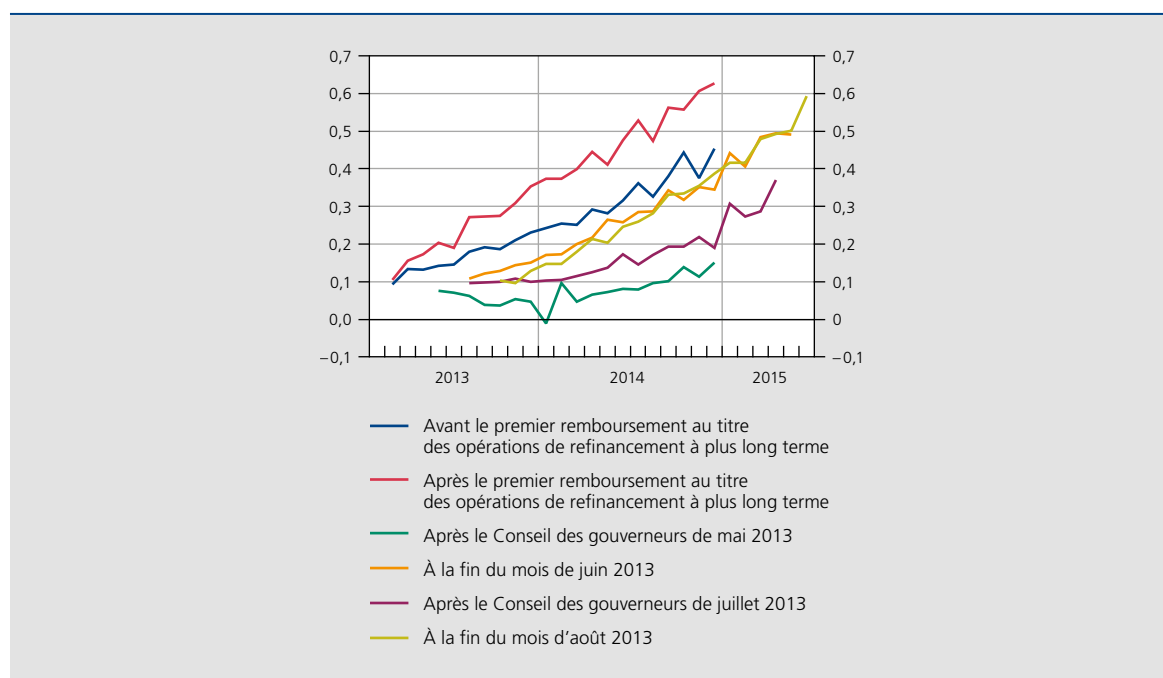
La BCE a elle aussi opté, depuis juillet 2013, pour une communication plus explicite sur ses intentions en matière de taux. Depuis le début de l'UEM, le président organise une conférence de presse à l'issue de chaque réunion du Conseil des gouverneurs. Par ailleurs, la BCE publie depuis un certain temps déjà les projections macroéconomiques trimestrielles préparées par ses services. Cela permet aux observateurs de se faire une idée de la future politique de taux d'intérêt de la BCE, compte tenu des perspectives économiques. Au sortir de la réunion du Conseil des gouverneurs du début du mois de juillet 2013, le président Draghi a toutefois pour la première fois annoncé explicitement que le Conseil des gouverneurs s'attendait à ce que les taux directeurs de la BCE restent à



leurs niveaux actuels, voire à des niveaux inférieurs, pour une période prolongée. Cette attente est fondée sur les perspectives globalement modérées en matière d'inflation, y compris à moyen terme, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie réelle et de l'atonie de la dynamique monétaire.

#### ATTENTES EN MATIÈRE DE TRAJECTOIRE DES TAUX AU JOUR LE JOUR

(swaps Eonia à terme, moyenne sur trois jours)



Source : Bloomberg.

Si, jusqu'alors, elle ne s'était pas faite en des termes aussi explicites, la communication sur la politique monétaire à venir n'est néanmoins pas une chose entièrement neuve pour le Conseil des gouverneurs de la BCE. À la fin de janvier 2013, les premiers remboursements – de plus grande ampleur que prévu – effectués dans le cadre des opérations de refinancement à long terme de trois ans ont entraîné à la hausse la trajectoire attendue du taux au jour le jour Eonia. Il était en effet attendu qu'une nouvelle vague de remboursements de grande envergure soit de nature à réduire le surplus de liquidité encore très important et à exercer ainsi un effet haussier sur les taux au jour le jour. Au début de février, le président Draghi a dès lors indiqué qu'une augmentation des taux au jour le jour n'était pas nécessairement conforme à la politique orientée vers la stabilité des prix de la BCE. Cela revenait à dire que les conditions du marché monétaire et leur incidence sur l'orientation de la politique monétaire seraient suivies de près et que cette politique était appelée à rester accommodante. Ce message allait être réitéré au cours des mois suivants.

En mai 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé qu'au vu des perspectives économiques, il s'avérait opportun d'opérer un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a dès lors réduit le taux des opérations principales de refinancement de 25 points de base, pour le ramener à 0,5 %, et le taux de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, pour le fixer à 1 %, le taux de la facilité de dépôt étant laissé inchangé à 0 %. À la lumière de la communication en la matière, les opérateurs de marché n'excluaient toutefois pas de voir la facilité de dépôt passer ultérieurement en terrain négatif, ce qui a entraîné une baisse sensible des attentes en matière de taux au jour le jour.



Cependant, en raison d'une nouvelle contraction de l'excédent de liquidité, et partiellement aussi sous l'effet de la hausse des rendements des obligations du gouvernement américain, les attentes relatives aux taux au jour le jour ont amorcé un nouveau mouvement ascendant en juin. Le Conseil des gouverneurs a dès lors communiqué explicitement en juillet 2013 au sujet de ses intentions en matière de taux directeurs, faisant savoir clairement qu'il entendait les maintenir à leurs niveaux du moment, voire à des niveaux inférieurs, pendant une période prolongée. Cette formulation impliquait notamment que la BCE n'excluait pas de procéder à une nouvelle diminution de ses taux directeurs et que le taux plancher n'avait donc pas nécessairement été atteint. Sans surprise, les attentes en matière de taux au jour le jour ont décliné en réaction à cette annonce. Si elles sont remontées depuis, à la suite de la publication de données macroéconomiques meilleures qu'attendues, elles seraient toutefois très probablement plus élevées en l'absence des orientations prospectives.

Cette adaptation de la stratégie de communication vise principalement à clarifier la fonction de réaction de la banque centrale. En effet, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix ne s'accommode pas forcément d'une augmentation des taux au jour le jour motivée par des remboursements de liquidité dans le chef de contreparties, dans la mesure où l'amélioration des conditions de financement des banques ne s'accompagne pas nécessairement d'une embellie en matière de stabilité des prix. Les orientations prospectives permettent au Conseil des gouverneurs de la BCE de mieux piloter les attentes quant à l'avenir des taux, afin d'aligner l'orientation de la politique monétaire sur les perspectives en matière de stabilité des prix dans la zone euro.

courbe des taux. Cette situation contraste singulièrement avec l'absence quasi totale de communication sur l'orientation de la politique monétaire au milieu des années 1990. L'encadré 2 explique plus en détail le contexte de la politique d'orientations prospectives de la BCE, qui l'a notamment aidée à limiter les incidences de la hausse des taux d'intérêt américains sur l'orientation de sa propre politique monétaire.

Pour la partie longue de la courbe des rendements, à partir d'un horizon de cinq ans environ selon la terminologie du présent article, l'ancrage des anticipations en matière d'inflation fait une différence de taille. En 1994, la période de dérive inflationniste suivie d'une douloureuse désinflation était encore fraîche dans les mémoires. En outre, la plupart des banques centrales n'avaient pas d'objectif quantitatif d'inflation. De ce fait, le FOMC a dû asseoir sa crédibilité en adoptant des mesures draconiennes. Aujourd'hui, les attentes en matière d'inflation semblent mieux ancrées dans les économies avancées, notamment à la faveur de l'objectif quantitatif d'inflation (Beechey et al., 2011; Gürkaynak et al., 2010). La partie longue de la courbe des rendements devrait s'en trouver plus stable, ce qui réduit les risques de hausses des taux alimentées par des attentes défavorables en matière d'inflation à long terme.

Une série de banques centrales sont actuellement des acteurs importants sur le marché des actifs à long terme, de par les achats massifs qu'elles y effectuent. L'on est

donc loin des années 1990, lorsque les banques centrales n'entendaient aucunement influencer de manière active les taux longs. Il est a priori malaisé de dire si ce rôle actif des banques centrales exacerbe ou non le risque de fluctuation des taux à long terme. D'une part, ces achats modèrent les primes de risque contenues dans les taux longs, de sorte qu'un arrêt éventuel des achats par la banque centrale pourrait faire grimper les taux d'intérêt. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé en mai 2013, lorsque la Réserve fédérale a laissé entendre qu'elle pourrait progressivement stopper ses achats de titres à mesure que les perspectives économiques iraient en s'améliorant. Mais, d'autre part, la banque centrale peut, comme n'a pas manqué de le souligner récemment Ben Bernanke (cf. Bernanke, 2013b), s'efforcer d'éviter les effets néfastes sur les taux en modulant activement ses achats. Cet aspect a lui aussi été mis en lumière lorsque la Réserve fédérale a clarifié, en juillet 2013, ses préoccupations concernant la récente volatilité sur les marchés obligataires. Ces deux constats donnent néanmoins à penser que l'abandon des mesures non conventionnelles constitue un défi pour les banques centrales, en particulier dans la mesure où elles sont entre-temps devenues des acteurs importants sur certains segments de marché.

En outre, certaines des primes de risque comprises dans les taux à long terme sont aujourd'hui vraisemblablement inférieures à leur niveau de 1994, en raison de facteurs

indépendants de la politique monétaire, par exemple sous l'effet de la forte demande d'actifs sûrs et liquides. Si cette demande de valeurs refuge venait soudain à se tarir, il y a fort à parier que les taux à long terme repartiraient à la hausse. Par ailleurs, la composition de la population d'investisseurs en instruments à plus long terme semble constituer un facteur important en matière de risque de ventes précipitées, comme l'ont montré les événements de 1994 (Goldman Sachs, 2013).

## Conclusion

Le présent article inspire une série de réflexions et de recommandations en matière de politique. Les taux d'intérêt sans risque se situent aujourd'hui à des niveaux peu élevés en raison du contexte macroéconomique, caractérisé par des attentes d'inflation faibles et stables et par l'atonie – comparativement au début des années 2000 – de la croissance potentielle. Il s'ensuit une baisse du taux d'équilibre qui sert de référence à la banque centrale pour l'orientation de sa politique monétaire – et qui constitue pour elle une donnée –, tandis que les anticipations de baisse de la croissance réelle plombent les attentes en matière de taux sur des horizons plus éloignés. Si ces anticipations de baisse de la croissance potentielle – telles qu'elles ressortent notamment des perspectives du FMI<sup>(1)</sup> – sont corroborées, les investisseurs seront confrontés à l'avenir à des rendements réels plus faibles, abstraction faite de la politique monétaire très accommodante qui est aujourd'hui d'actualité.

Les turbulences économiques persistantes qui grèvent les économies avancées depuis quelques années déjà ont, dans de nombreuses juridictions, incité les banques centrales à mener une politique très accommodante qui, par des modalités multiples, exerce une pression baissière sur les taux à court et à long termes. De manière quelque peu paradoxale, cette politique crée les meilleures conditions pour renouer à moyen terme avec des taux d'intérêt plus élevés. Comme l'avance notamment Bernanke (2013a), c'est précisément en comprimant aujourd'hui les taux d'intérêt que l'on peut espérer voir demain l'économie se redresser et les taux d'intérêt repartir à la hausse. En d'autres termes, des taux d'intérêt trop élevés seraient, dans les circonstances actuelles, de nature à brider l'économie et à alimenter une déflation, ce qui déprimerait les taux d'intérêt à long terme. Seule une croissance durablement forte permettra aux investisseurs d'engranger un rendement réel positif.

Comme nous avons eu l'occasion de l'indiquer, cet environnement de taux d'intérêt très bas comporte toutefois sa part de risques pour la stabilité financière. Comme il est

probable que ceux-ci se concentreront dans des secteurs spécifiques, il y a lieu d'adopter une politique prudentielle adéquate et ciblée. Cela devrait permettre aux autorités monétaires de conduire une politique monétaire appropriée et d'éviter qu'elle ne soit entravée par des préoccupations quant à ses effets négatifs éventuels sur la stabilité financière (FMI, 2013b).

Dans le contexte d'une faiblesse persistante des taux d'intérêt, il est important que les autorités prudentielles maintiennent une surveillance appropriée du risque de taux. L'on peut rappeler à cet égard que la Banque, dans le dernier numéro de sa Financial Stability Review (BNB, 2013) invite le secteur des assurances à la prudence et qu'elle a suggéré en octobre 2012, à la lumière de la baisse des taux d'intérêt sans risque, de limiter à 2 % le taux maximum de référence pour les opérations d'assurance-vie de longue durée. Cette proposition ne s'étant pas concrétisée, la Banque a promis qu'elle garantirait au travers de sa politique prudentielle que chaque entreprise d'assurance applique un taux d'intérêt compatible avec ses risques et ses coûts.

Une dernière considération qui peut être énoncée est que les banques centrales devront, plus encore que ce n'était le cas jusqu'il y a peu, communiquer avec grand soin, surtout lorsqu'elles envisagent de renoncer à la politique actuelle très accommodante. En témoigne la volatilité récente des marchés obligataires, alimentée notamment par la perception des acteurs du marché selon laquelle la Réserve fédérale pourrait cesser ou modérer ses achats de titres de dette plus tôt que prévu. Par ailleurs, une communication crédible de la part de la banque centrale, à l'instar des indications données depuis juillet 2013 par le Conseil des gouverneurs de la BCE sur l'orientation future de sa politique monétaire, est de nature à endiguer les éventuelles évolutions indésirables des taux d'intérêt.

(1) Les projections de croissance à cinq ans du FMI, publiées au printemps de 2008 (FMI, 2008) font état d'une croissance de 3,2 et 2,4 % pour les États-Unis et la zone euro respectivement. Les prévisions correspondantes publiées en avril 2013 ont été revues à la baisse, à 2,9 et 1,6 % respectivement (FMI, 2013a).

## Bibliographie

Antolin P., S. Schich et J. Yermo (2011), « The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies », *OECD Journal: Financial Markets Trends*, 15(1), 237-256.

Apel M. et C. Claussen (2012), *Monetary policy, interest rates and risk-taking*, Sveriges Riksbank Economic Review.

Bank of England (2012), *The distributional effects of asset purchases*, 12 juillet.

Bauer M. et G. Rudebusch (2011), *The signaling channel for Federal Reserve bond purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series 2011-21.

Bauer M. (2012), *Fed asset buying and private borrowing rates*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2012-16.

Baumeister C. et L. Benati (2013), « Unconventional monetary policy and the great recession: Estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound », *International Journal of Central Banking*, 5(2), 165-212.

BCE (2003), *Communiqué de presse sur la stratégie de politique monétaire de la BCE*, 8 mai.

Beechey M., B. Johannsen et A. Levin (2011), « Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States? », *The American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 104-129.

Bernanke B. (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Remarks by Governor, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 mars.

Bernanke B. (2013a), *Long-term interest rates*, Lecture at the annual monetary/macroeconomic conference: The past and future of monetary policy, sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California, 1<sup>er</sup> mars.

Bernanke B. (2013b), *Semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on Financial Services*, U.S. House of Representatives, Washington D.C., 17 juillet.

BNB (2013), *Financial Stability Review*.

Borio C. et R. N. McCauley (1995), *The anatomy of the bond market turbulence of 1994*, BIS Working Papers 32.

BRI (1995), *Annual Report*.

BRI (2011), « Fixed income strategies of insurance companies and pension funds », *CGFS Publications 44*.

Caballero R., T. Hoshi et A. Kashyap (2008), « Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan », *The American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.

Christensen J. et G. Rudebusch (2013), *Estimating shadow-rate term structure models with near-zero yields*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series 2013-07.

Chung H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider et J. C. Williams (2011), « Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases », Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, 31 janvier.

Clarida R., J. Gali et M. Gertler (1999), « The science of monetary policy: A new keynesian perspective », *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661-1707.



D'Amico S. et T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2010-52.

ECB (2010), « The euro area insurance sector », *Financial Stability Review*, juin, 111-124.

EIOPA (2013), *Supervisory response to a prolonged low interest rate environment*, 28 février.

Ejsing, J., M. Grothe et O. Grothe (2012), *Liquidity and credit risk premia in government bond yields*, European Central Bank, Working Paper Series 1440.

Fawley B. et C. Neely (2013), « Four stories of quantitative easing », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February issue, 95(1), 51-88.

Fisher I. (1933), « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, 1(4), 337-57.

FMI(2012), *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, avril.

FMI(2008), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.

FMI (2013a), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.

FMI (2013b), « Les politiques menées par les banques centrales depuis la crise présentent-elles des risques pour la stabilité financière? », *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, chapitre 3, avril.

FMI (2013c), *Unconventional monetary policies: Recent experience and prospects*, 18 avril.

Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache et B. Sack (2011), « The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases », *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3-43.

Gardes F. et P. Levy, (1994), « Taux d'intérêt et prix: Paradoxe de Gibson ou phénomène de Kitchin ? », *Revue française d'économie*, Programme national Persée, 9(3), 157-197.

Goldman Sachs (2013), *A bond sell-off as damaging as 1994? Not likely*, Global Economics Weekly, 13/15, avril.

Goodfriend M. (2010), « Policy debates at the FOMC: 1993-2002 », aper prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta – Rutgers University conference *A return to Jekyll island: The origins, history, and future of the Federal Reserve*, 5-6 novembre.

Greenspan A. (2005), *Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 16 février.

Gürkaynak R., B. Sack et J. H. Wright (2006), *The U.S. treasury yield curve: 1961 to the present*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2006-28.

Gürkaynak R., A. Levin et E. Swanson (2010), « Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? : Evidence from the US, UK, and Sweden », *Journal of the European Economic Association*, 8(6), 1208-1242.

Hanson S. et J. C. Stein (2012), *Monetary policy and long-term real rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series 2012-46.

Homer S. et R. Sylla (1991), *A history of interest rates*, New Brunswick, NJ: Rutgers Univ. Press.

Ilbas P., Ø. Røisland et T. Sveen (2013), *The influence of the Taylor rule on US monetary policy*, National Bank of Belgium, Working Paper Research 241.

- Kim D. et K. Singleton (2012), « Term structure models and the zero bound : An empirical investigation of Japanese yields », *Journal of Econometrics*, 170(1), 32-49.
- Krishnamurthy A. et A. Vissing-Jorgensen (2011), *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy*, The Brookings Institution, Economic Studies Program, Brookings Papers on Economic Activity, 43(2), 215-287.
- Leeper E. (1991), « Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Mishkin F. (2001), *From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries*, The World Bank, Policy Research Working Paper Series 2684.
- Orphanides A. (2002), « Monetary-Policy Rules and the Great Inflation », *The American Economic Review*, Papers and Proceedings, 92(2), 115-120.
- Peek J. et E. Rosengren (2005), « Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan », *The American Economic Review*, 95(4), 1144-1166.
- Rajan R. (2005), *Has financial development made the world riskier?*, NBER, Working Paper 11728.
- Rosengren E. (2013), *Fulfilling the full employment mandate: Monetary policy & the labor market*, The Federal Reserve Bank of Boston's 57th Economic Conference, Boston, Massachusetts, 12 avril.
- Sims C. (1994), « A simple model for the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy », *Economic Theory*, 4(3), 381-399.
- Taylor J. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.
- Turner P. (2011), *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?*, Bank for International Settlements, BIS Working Papers 367.
- Turner P. (2013), *Benign neglect of the long-term interest rate*, Bank for International Settlements, BIS Working Papers 403.
- Weber A., W. Lemke et A. Worms. (2008), « How useful is the concept of the natural real rate of interest for monetary policy? », *Cambridge Journal of Economics*, 32(1), 49- 63.
- White, W. (2012), *Ultra-easy monetary policy and the law of unintended consequences*, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper 126.
- Woodford M. (2001), « The Taylor rule and optimal monetary policy », *The American Economic Review Paper and Proceedings*, 91(2), 232-237.
- Woodford M. (2003), *Interest and prices*, Princeton University Press.

# Le financement des entreprises en Belgique : analyse sur la base des tableaux des ressources et emplois

Xavier Deville

## Introduction

Pour financer son développement, une entreprise peut non seulement recourir à ses ressources internes, mais également faire appel à des apports externes, lesquels peuvent notamment prendre la forme d'une augmentation de capital ou d'un emprunt auprès d'un établissement de crédit. Cette question du financement des entreprises, et notamment des PME, est un thème récurrent dans l'actualité ou différentes enquêtes et études, et elle se pose avec d'autant plus d'acuité à la suite de l'éclatement de la récente crise financière. Cette crise a eu, et continue d'avoir, un impact important sur le financement des entreprises, que la présente étude tente d'appréhender. L'analyse se fonde sur une période de douze ans (de 2000 à 2011) afin de permettre un certain recul lors de la comparaison avec la situation antérieure à la crise. De plus, cet horizon temporel vise aussi à examiner les effets sur le financement des entreprises de l'introduction, en 2006, de la déduction fiscale pour capital à risque (plus connue sous le nom d'intérêts notionnels). En d'autres termes, l'étude offre une vue sur l'évolution du mode de financement des entreprises belges au cours de la dernière décennie.

Les différentes formes de financement des entreprises se reflètent dans leurs comptes annuels. Le dossier d'entreprise développé par la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique<sup>(1)</sup> fournit à cet égard à l'analyste de nombreuses informations au niveau de l'entreprise individuelle. Jusqu'à présent, ces données sont synthétisées dans un tableau dit « des ressources et emplois ». Ce dernier sera prochainement remplacé par un autre

type de tableau, appelé « tableau de flux de trésorerie » (ou *cash-flow table*). Pour des raisons méthodologiques, la présente étude se base néanmoins sur le tableau actuel des ressources et emplois (cf. infra)<sup>(2)</sup>.

Après quelques explications d'ordre méthodologique, l'article décrit les caractéristiques des entreprises présentant un besoin de financement à la fin de l'exercice comptable et l'origine de celui-ci. Les chiffres sont détaillés par taille d'entreprise, par secteur et par région. Il examine ensuite les ressources externes mises en œuvre pour satisfaire ce besoin de financement. L'analyse est complétée par différentes statistiques fournies par la Centrale des crédits aux entreprises et par des enquêtes qualitatives récentes.

## 1. Méthodologie et description de la population étudiée

La présente étude utilise les notions de besoin de financement et de total à financer (également appelé besoin de financement global) telles que définies dans le dossier d'entreprise de la Centrale des bilans et qui sont proches de celles utilisées en comptabilité nationale. Le tableau 1 reprend, de manière schématique, les différentes composantes du tableau des ressources et emplois du dossier

(1) Le dossier d'entreprise est un document permettant de comparer la situation financière d'une entreprise avec celle du secteur au sein duquel elle est active. Il est disponible sur simple demande auprès de la Centrale des bilans. Cf. <http://www.nbb.be> > Centrale des bilans > Produits de la Centrale des bilans > Dossier d'entreprise.

(2) Il y a quelques années, la Banque s'est déjà penchée sur le sujet du financement des entreprises (cf. Bagniet et Zachary, 2007). Bien que se situant dans la lignée de l'étude précitée, la présente analyse s'en distingue notamment en intégrant l'évolution conjoncturelle récente et en ayant recours au tableau des ressources et emplois.

d'entreprise dans lequel sont calculées ces notions de financement<sup>(1)</sup>.

L'objectif du tableau est de reconstituer les ressources (internes et externes) obtenues par l'entreprise durant l'exercice et de retracer leur affectation. Il reprend ainsi les différents investissements de la période et leur mode de financement. Partant de la valeur ajoutée, le tableau présente les différents produits et charges qui conduisent à la formation des ressources internes disponibles, c'est-à-dire à la capacité d'autofinancement. En comparant ces ressources internes avec les investissements incorporels et corporels, d'une part, et avec la variation des actifs nets d'exploitation, d'autre part, il détermine le besoin ou la capacité de financement issu(e) des activités de l'exercice. La variation des actifs nets d'exploitation exprime la différence entre les actifs et les passifs non financiers à court terme. Les actifs non financiers comprennent les stocks et les créances commerciales, tandis que les passifs non financiers se composent des dettes non financières à court terme telles que les dettes commerciales et les dettes fiscales, salariales et sociales. En y ajoutant les investissements financiers, l'on obtient le besoin (ou l'excédent) de financement global. Enfin, le tableau montre l'évolution des différentes ressources externes qui sont la contrepartie de ce besoin (ou de cet excédent) de financement global.

Ce tableau permet donc, d'une part, de connaître la position financière d'une entreprise (besoin ou excédent financier) pour un exercice comptable donné et, d'autre part, d'appréhender l'origine de cette situation et les moyens utilisés pour y faire face. Utilisé à un niveau agrégé<sup>(2)</sup>, il permet d'analyser l'influence de certaines caractéristiques des entreprises non financières (secteur, taille, etc.) sur leur comportement en matière de financement. Le tableau des ressources et emplois est celui qui se prête le mieux à une telle analyse d'agrégats (cf. OCDE, 2007, chapitre 3).

La présente étude se concentre sur la partie du tableau allant du solde des ressources internes disponibles aux ressources externes.

Les sociétés belges (ou ayant une succursale en Belgique) sont tenues de déposer chaque année leurs comptes annuels auprès de la Centrale des bilans<sup>(3)</sup>, qui dispose de ce fait d'une base de données quasi exhaustive aux fins de l'analyse. Pour des raisons méthodologiques, il est nécessaire, dans le cadre de la présente étude, de réduire quelque peu la population étudiée. Une première sélection s'opère après éviction des entreprises dont les comptes ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. Ensuite, l'étude se concentre sur les sociétés, faisant donc abstraction des

---

**TABEAU 1** PRÉSENTATION SCHÉMATIQUE DU TABLEAU DES RESSOURCES ET EMPLOIS

---

**Valeur ajoutée**

- Frais de personnel
- Autres charges d'exploitation

**Solde: Résultat brut d'exploitation**

- + Produits financiers
- + Autres produits exceptionnels
- + Intervention d'associés dans la perte
- Charges financières
- Autres charges exceptionnelles
- Impôts sur le résultat
- Bénéfice à distribuer

**Solde: Ressources internes disponibles**

- + Subsidés reçus en capital
- Investissements incorporels et corporels nets
- ± Variation des actifs nets d'exploitation

**Solde: Capacité (+) ou besoin (-) de financement**

- Investissements financiers à long terme
- ± Variation des actifs de trésorerie

**Solde: Total à financer (-) ou excédent total (+)**

**Ressources externes:**

- ± Variation du capital et des primes d'émission
- ± Variation de l'endettement à long terme
- ± Variation de l'endettement financier à court terme

**Total des ressources financières externes**

---

Source : BNB (2008 a).

---

associations et autres groupements. De plus, la restriction aux sociétés non financières élimine par définition les sociétés financières, à savoir principalement les secteurs des banques, des assurances et des activités de holding. Sont également écartées dans le cadre de cette étude, les sociétés appartenant au secteur des activités de sièges sociaux. Cette branche, qui comprend les anciens centres de coordination, est essentiellement constituée de sociétés de financement assumant la fonction de banquier interne au sein d'un groupe d'entreprises (Vivet, 2011, p. 89). Ces sociétés sont donc assimilées ici à des sociétés financières. Enfin, les secteurs non marchands tels que

(1) Pour les calculs détaillés avec les références aux différentes rubriques des comptes annuels, cf. annexe I.

(2) Il convient toutefois de mentionner que l'agrégation des données peut occulter certaines disparités entre entreprises qui seraient visibles dans les tableaux individuels.

(3) Certaines entreprises ne sont pas soumises à cette obligation, notamment celles dont la responsabilité des associés est illimitée. Pour plus d'informations sur les quelques exceptions, cf. <http://www.nbb.be> > Centrale des bilans > Dépôt des comptes annuels > Qui doit déposer ?.

**TABLEAU 2** RÉPARTITION DE LA POPULATION D'ENTREPRISES ÉTUDIÉE  
(moyennes 2000-2011, pourcentages)

	Nombre d'entreprises	Valeur ajoutée	Emploi
<b>Représentativité de la sélection par rapport à l'ensemble des sociétés non financières belges</b> .....	<b>85,3</b>	<b>92,9</b>	<b>93,0</b>
<b>Répartition de la sélection:</b>			
Par taille			
PME .....	93,4	23,2	29,2
Grandes entreprises .....	6,6	76,8	70,8
Par secteur d'activité			
Branches manufacturières .....	8,1	30,9	29,0
dont:			
Industries agricoles et alimentaires .....	1,4	4,2	4,1
Textiles, vêtements et chaussures .....	0,7	1,3	2,0
Bois, papier, imprimerie .....	1,5	2,2	2,4
Industries chimiques et pharmaceutiques .....	0,3	7,6	3,9
Métallurgie et travail des métaux .....	1,6	4,6	5,1
Fabrications métalliques .....	0,9	6,1	6,5
Branches non manufacturières .....	91,9	69,1	71,0
dont:			
Commerce .....	28,3	21,2	21,2
Transport et entreposage .....	3,7	8,9	11,5
Horeca .....	5,8	1,7	3,1
Information et communication .....	4,2	7,3	4,8
Immobilier .....	10,4	2,6	0,7
Autres services .....	19,5	11,6	14,6
Énergie, eau et déchets .....	0,4	5,7	2,3
Construction .....	12,1	6,9	9,7

Source: BNB (Centrale des bilans).

l'enseignement, la santé ou l'administration publique sont aussi exclus du champ de cette étude<sup>(1)</sup>. Cette première série de critères permet de délimiter ce que l'on peut appeler la population des sociétés non financières belges.

Des critères de sélection supplémentaires, inhérents aux calculs des rubriques comptables utilisées, ont dû être appliqués. Ainsi, n'ont été retenues que les entreprises dont les comptes se rapportent à un exercice comptable de douze mois. De plus, puisque le tableau des ressources et emplois présente l'évolution des rubriques comptables d'une année à l'autre, seules les entreprises ayant déposé leurs comptes annuels pour les exercices des années N et N-1 selon le même schéma (complet ou abrégé) ont été prises en considération pour une année N, les résultats agrégés étant obtenus par globalisation des résultats

individuels. Ces critères de sélection supplémentaires réduisent la population étudiée à 85 % de la population des sociétés non financières telle que définie plus haut. Cette proportion passe toutefois à 93 % lorsque l'on prend en compte la valeur ajoutée ou l'emploi plutôt que le nombre d'entreprises, comme l'indique le tableau 2, qui détaille par ailleurs la répartition des entreprises étudiées selon leur taille et leur secteur d'activité. Le critère établissant ici la taille d'une entreprise est le type de schéma complété pour le dépôt de ses comptes annuels. Conformément au Code des sociétés, les entreprises utilisant le schéma complet sont considérées comme grandes, tandis que celles remplissant le schéma abrégé sont assimilées à

(1) Les codes NACE-BEL 2008 des branches d'activité couvertes sont détaillés dans l'annexe II.

des PME<sup>(1)</sup>. Les distinctions sectorielles sont basées sur la nomenclature NACE-BEL 2008 (cf. annexe II).

L'étude porte sur la période 2000-2011, ce qui permet d'englober l'introduction de la disposition fiscale relative à la déduction pour capital à risque (ou mécanisme des « intérêts notionnels »)<sup>(2)</sup> à partir de 2006 et la crise financière mondiale, dont les effets se sont fait sentir en Belgique dès 2008. Tous les montants mentionnés sont en euros courants. Il convient donc d'être prudent dans la comparaison de montants absolus sur un écart de plusieurs années.

Globalement, sur la période 2000-2011, la grande majorité (93,4 %) des entreprises étudiées sont des PME. En termes de valeur ajoutée et d'emploi, cependant, ces entreprises représentent respectivement moins d'un quart (23,2 %) et moins d'un tiers (29,2 %) de la sélection. Tout comme la distinction selon la taille, la répartition des entreprises par secteur affiche une sensible disproportion puisque près de 92 % des entreprises sont actives dans les branches des services, dont plus d'un quart (28,3 %) dans le commerce. Ces branches non manufacturières enregistrent 69,1 % de la valeur ajoutée et occupent 71 % des travailleurs; plus d'une entreprise sur cinq, en termes tant de valeur ajoutée que d'emploi, appartient au secteur du commerce. Dans l'industrie manufacturière, le secteur qui compte le plus grand nombre d'entreprises est

celui de la métallurgie et du travail des métaux (1,6 %), tandis que les plus importants en termes de valeur ajoutée et d'emploi sont respectivement celui des industries chimiques et pharmaceutiques (7,6 %) et celui des fabrications métalliques (6,5 %).

## 2. Solde de financement

Le tableau 3 ci-dessous détaille l'évolution du solde de financement des sociétés non financières belges et de leurs déterminants au cours de la période 2000-2011 sur la base du schéma présenté au tableau 1. Ces chiffres globalisés, exprimés en milliards d'euros courants, sont calculés pour l'ensemble des sociétés non financières. Afin de replacer ces chiffres dans leur contexte macroéconomique, le graphique 1 reprend l'évolution de l'indicateur

(1) Selon le Code des sociétés, les petites entreprises non cotées en bourse ont la possibilité de remplir le schéma abrégé, tandis que les grandes entreprises et les petites entreprises cotées en bourse sont tenues d'utiliser le schéma complet. Le Code des sociétés considère comme des petites sociétés celles qui, aux cours des deux derniers exercices clôturés, ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes: 50 travailleurs en équivalents temps plein et en moyenne annuelle, un chiffre d'affaires (HTVA) de 7 300 000 euros, un total bilanciel de 3 650 000 euros, sauf si le nombre de travailleurs occupés en équivalents temps plein et en moyenne annuelle dépasse 100, auquel cas l'entreprise est d'office considérée comme grande. Pour les sociétés liées, les critères en matière de chiffre d'affaires et de total du bilan sont calculés sur une base consolidée et le nombre de travailleurs occupés par chacune des sociétés est additionné. Dans les autres cas, l'entreprise est considérée comme grande.

(2) Cette mesure instaurée par la loi du 22 juin 2005 et qui a pris effet à partir de l'exercice d'imposition 2007 permet aux sociétés de déduire de leur base imposable un montant d'intérêts fictifs (« notionnels ») calculés sur leurs fonds propres « corrigés ». Pour plus d'infos, voir Vivet (2012).

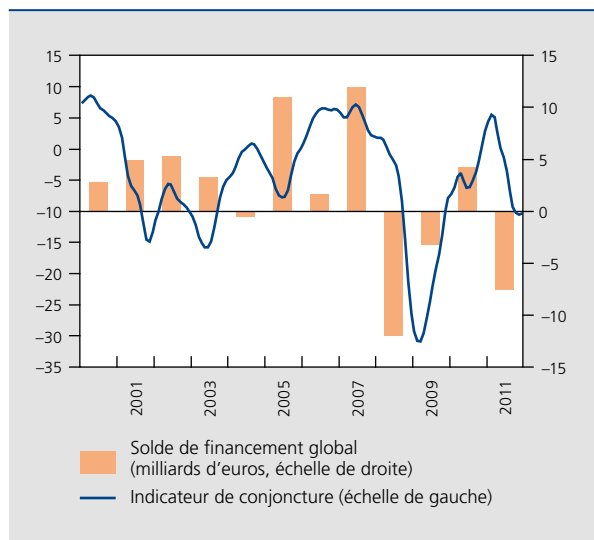
**TABLEAU 3** ÉVOLUTION DU BESOIN OU DE LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

(chiffres globalisés, milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Solde de financement global</b> . . . . .	-41,2	-22,9	-30,0	-32,5	-25,8	-12,5	-32,8	-41,4	-48,4	-1,7	-38,5	-28,7
Ressources internes disponibles . . . . .	22,4	19,7	18,5	19,6	25,3	24,7	33,9	27,6	26,1	26,0	35,2	35,9
Subsides reçus en capital . . . . .	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	1,8	1,8	2,5	8,9	4,4	3,1	3,2
Investissements incorporels et corporels nets . . . . .	19,9	20,2	19,5	15,7	24,1	7,0	22,0	22,0	41,9	26,4	38,6	34,4
Acquisitions . . . . .	32,1	32,9	31,2	32,1	32,9	36,9	39,0	41,4	52,5	45,3	51,2	49,8
Cessions . . . . .	12,2	12,7	11,7	16,3	8,8	29,9	17,0	19,4	10,6	18,9	12,6	15,4
Variation des actifs nets d'exploitation . . . . .	0,3	-4,8	-5,6	1,3	2,6	8,5	12,0	-3,8	5,1	7,4	-4,7	12,3
<i>Capacité ou besoin de financement</i> . . . . .	2,8	4,9	5,3	3,3	-0,5	11,0	1,7	11,9	-12,0	-3,3	4,3	-7,5
Investissements financiers à long terme . . . . .	42,3	16,0	31,8	25,2	21,4	11,8	27,9	44,9	34,0	-2,8	29,2	25,0
Variation des avoirs de trésorerie . . . . .	1,7	11,8	3,5	10,7	3,9	11,7	6,6	8,4	2,4	1,1	13,7	-3,8
<b>Nombre d'entreprises (milliers)</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>198</b>	<b>209</b>	<b>223</b>	<b>235</b>	<b>243</b>	<b>252</b>	<b>256</b>	<b>265</b>	<b>272</b>	<b>281</b>

Source : BNB (Centrale des bilans).

**GRAPHIQUE 1 SOLDE DE FINANCEMENT ET INDICATEUR DE CONJONCTURE**



Source : BNB.

(1) L'indicateur de conjoncture est le solde des réponses à l'enquête mensuelle. Série lissée et désaisonnalisée.

de conjoncture durant la même période, couplée à celle du solde de financement des entreprises.

Il ressort du graphique 1 que le contexte conjoncturel n'est pas dénué d'effets sur l'évolution du solde de financement des entreprises. Ainsi, les périodes où les entreprises accusent des besoins de financement particulièrement élevés (en 2008 et en 2011) surviennent dans le contexte d'un retournement conjoncturel. Ceci pourrait s'expliquer par la conjugaison de deux facteurs. D'une part, en période de haute conjoncture, les entreprises planifient davantage d'investissements, ce qui creuse leur besoin de financement. Il convient de remarquer que les dépenses moyennes d'investissement pour la période 2006-2011 étaient sensiblement plus élevées que lors de la période 2001-2005. Ces investissements sont toutefois réalisés avec un certain décalage par rapport à la situation conjoncturelle. D'autre part, quand la conjoncture se détériore, les ressources internes disponibles des entreprises se réduisent, ce qui tend également à accroître leur besoin de financement. C'est ce que l'on a observé en 2008 et en 2009, lorsque les ressources internes disponibles des entreprises ont diminué à, respectivement, 26,1 et 26 milliards d'euros. Leurs bénéfices ont en effet été mis sous pression par la hausse des coûts liés à l'importation de biens et de services à la suite de la flambée généralisée des prix des matières premières

(1) Cf. Deville, X. and F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

au premier semestre de 2008 et de l'affaiblissement de la demande finale, perceptible dès la fin de 2008 et qui s'est prolongée en 2009, sous l'effet, principalement, de l'effondrement du commerce extérieur.

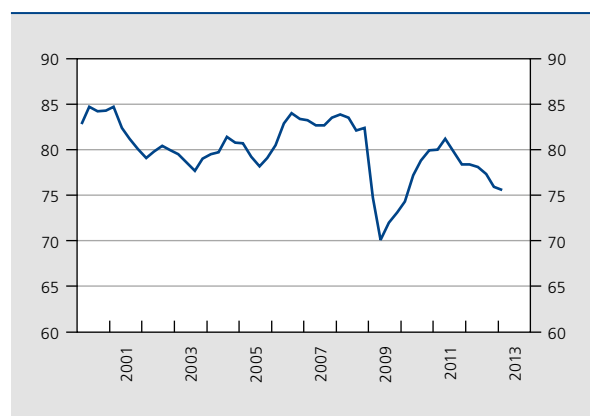
Les investissements incorporels et corporels ont cependant continué de croître en 2008. Ce n'est qu'à la fin de l'année que les perspectives d'évolution des débouchés se sont assombries et qu'il est apparu que le ralentissement économique ne serait pas de courte durée. L'on a ainsi enregistré à la fin de 2008 un net repli du degré d'utilisation des capacités de production, qui s'est poursuivi au premier semestre de 2009 (cf. graphique 2). Notons que l'année 2008 a aussi été marquée par le transfert des actifs du Fonds de l'infrastructure ferroviaire à Infrabel pour plus de 6 milliards d'euros, entraînant un gonflement des immobilisations corporelles et une augmentation corollaire des subsides reçus en capital<sup>(1)</sup>.

Le tassement des ressources internes disponibles conjugué à la hausse des investissements incorporels et corporels a suscité en 2008 le besoin de financement le plus important de la période sous revue (12 milliards d'euros). Ce dernier a aussi été alimenté par l'augmentation des actifs nets d'exploitation, à savoir la différence entre les stocks et les créances à court terme, d'une part, et les dettes non financières à court terme, d'autre part.

L'année 2010 a marqué le retour à une situation économique plus favorable, avec une croissance du PIB qui a retrouvé son niveau d'avant la crise et un indicateur de conjoncture en vive progression qui a renoué avec les valeurs positives à la fin de l'année. Cette embellie

**GRAPHIQUE 2 DEGRÉ D'UTILISATION DE LA CAPACITÉ DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE**

(pourcentages, données désaisonnalisées)



Source : BNB (enquête trimestrielle sur la capacité de production).

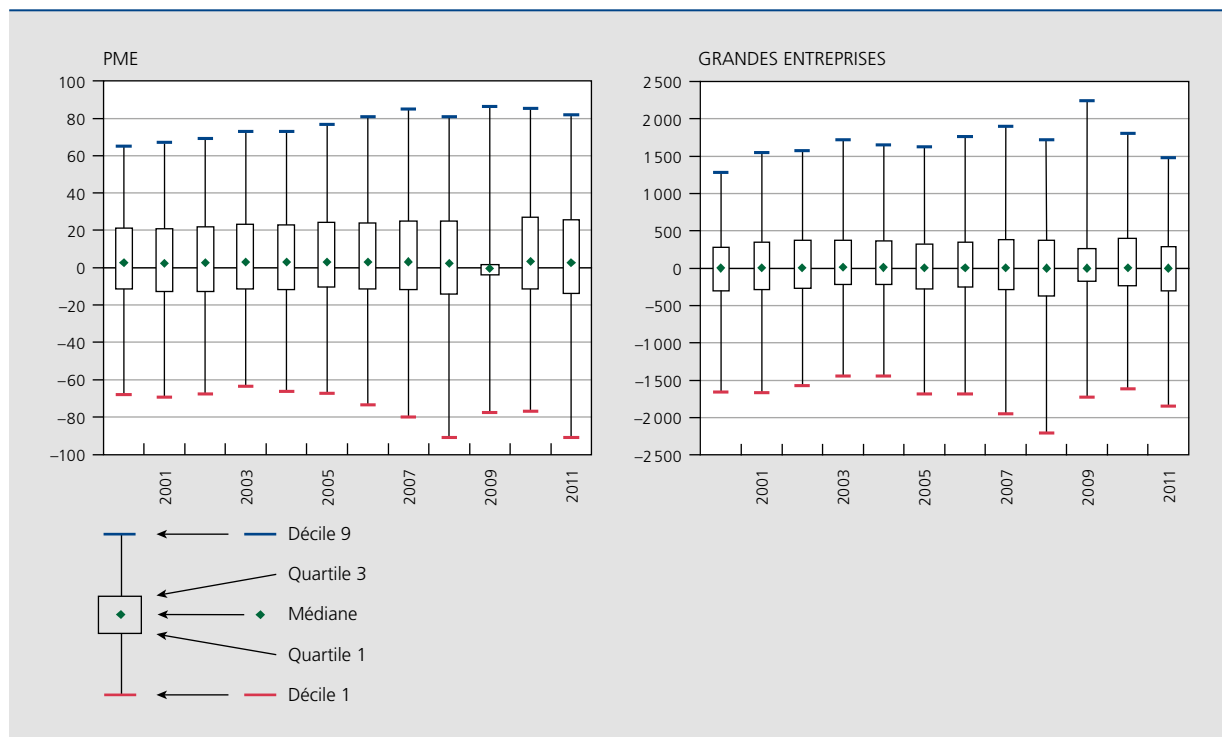
conjoncturelle a également été perceptible dans le tableau du solde de financement des entreprises. Bénéficiant du rétablissement du commerce mondial et du rebond des ventes qui en a découlé, les sociétés non financières belges ont enregistré une nette progression de leurs ressources internes disponibles qui se sont établies à 35,2 milliards d'euros en 2010 (+35 %). Face à de meilleures perspectives de débouchés et dans le contexte d'un redressement sensible du taux d'utilisation des capacités de production, ce gonflement des ressources internes s'est accompagné d'une reprise des investissements incorporels et corporels. Ceux-ci, d'un montant de 38,6 milliards d'euros en 2010 ont affiché une croissance de 46 % par rapport à 2009. Notons toutefois que ces derniers ont été influencés par des opérations de fusion-acquisition de grande ampleur dans le secteur de l'information et de la communication. Ces restructurations ont également eu un impact notable sur la baisse des actifs nets d'exploitation (tout comme certaines opérations intragroupes menées chez Electrabel).

Les investissements financiers à long terme ont progressé pendant quasiment toute la période sous revue. Il convient cependant de mentionner que le pic des investissements financiers observé en 2007 est fortement influencé par

l'achat par Electrabel de la participation de Suez dans Suez-Tractebel pour un montant de 18,2 milliards d'euros. Ces investissements financiers enregistrent toutefois une contraction en valeur absolue en 2009 (-2,8 milliards d'euros), au plus fort de la crise financière. Ceux-ci ont aussi été affectés par des opérations intragroupes chez Belgacom et Electrabel, entraînant des réductions d'immobilisations financières de, respectivement, 3,9 et 4,5 milliards d'euros.

En 2008 et en 2009, les entreprises ont également accusé un ralentissement de la croissance de leurs avoirs de trésorerie qui sont revenus de 8,4 milliards d'euros en 2007 à 2,4 et 1,1 milliard d'euros en 2008 et 2009. Ces avoirs de trésorerie comprennent les placements de trésorerie sous la forme d'actions propres ou autres (comptes à terme, actions réalisées dans les douze mois, etc.) et les valeurs disponibles (encaisse, avoirs sur des comptes à vue, etc.). Il s'agit donc de liquidités immédiatement disponibles que les entreprises ont réalisées pour faire face à des besoins de financement accrus. Ce tassement de la croissance des avoirs de trésorerie conjugué à la réduction des investissements financiers a concouru à l'apparition, en 2009, du total à financer le plus faible de la période sous revue, à -1,7 milliard d'euros.

**GRAPHIQUE 3** DISTRIBUTION STATISTIQUE DU SOLDE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR TAILLE  
(milliards d'euros)



Source : BNB (Centrale des bilans).



Dans la mesure où les investissements incorporels et corporels ont progressé davantage que les ressources internes, c'est essentiellement la diminution des actifs nets d'exploitation qui permet d'expliquer la capacité de financement de 4,3 milliards d'euros dégagée en 2010. L'embellie conjoncturelle a aussi correspondu à une augmentation des investissements financiers à long terme et des avoirs de trésorerie. Notons que ces mouvements ont également été influencés, respectivement, par la restructuration du groupe Electrabel évoquée ci-avant et par la vente de certaines participations du groupe Solvay, induisant un gonflement de ses avoirs de trésorerie. Ces opérations particulières n'ont toutefois que renforcé une tendance haussière bien réelle. En conséquence, le solde de financement global des sociétés non financières est redevenu fortement négatif, à 38,5 milliards d'euros en 2010.

En 2011, la reprise de la demande observée en 2010 s'est poursuivie, avant de s'essouffler quelque peu au second semestre. Le ralentissement de la demande extérieure n'a été que partiellement compensé par l'expansion des ventes sur le marché belge. Les ressources internes disponibles des sociétés non financières belges sont demeurées stables, à 35,9 milliards d'euros. Les investissements incorporels et corporels ont subi un léger recul (-1 %) en raison de l'assombrissement des perspectives de débouchés au second semestre. Cette tendance a d'ailleurs été perceptible dans l'indicateur de conjoncture présenté au graphique 1, qui est devenu négatif dans la seconde moitié de l'année. Les actifs nets d'exploitation sont repartis à la hausse, après avoir vivement baissé en 2009 à la suite de certaines opérations ponctuelles (cf. supra), entraînant une diminution du solde de financement, qui est redevenu négatif (-7,5 milliards d'euros).

Tout comme les investissements incorporels et corporels, les investissements financiers ont diminué, à 25 milliards d'euros (-14 %), tandis que les avoirs de trésorerie ont enregistré un net reflux, dû à des opérations de grande ampleur chez Solvay et Electrabel. Ceci a influé sur le total à financer qui, tout en restant négatif, s'est réduit à -28,7 milliards d'euros.

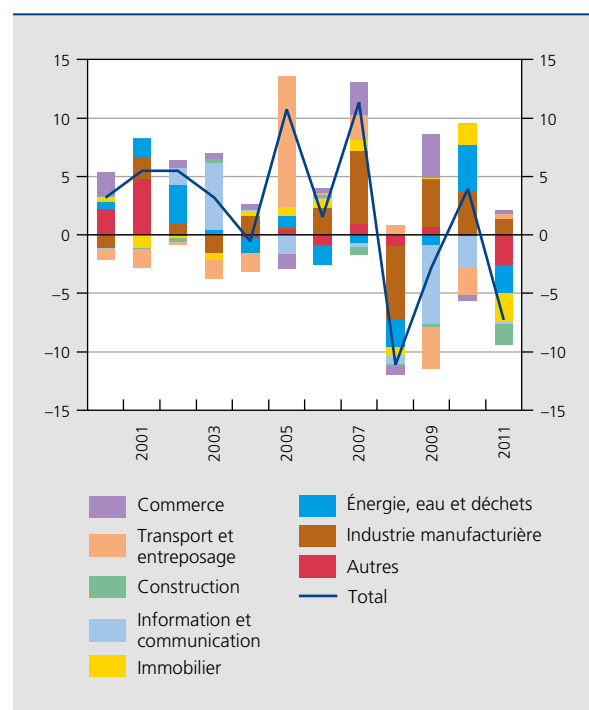
La distribution statistique du solde de financement des entreprises (graphique 3) illustre une sensibilité légèrement plus marquée des grandes entreprises à la conjoncture économique, en ce qui concerne la crise de 2008. L'on observe en effet, en 2009, un déplacement de la distribution vers le haut légèrement plus marqué pour les grandes entreprises que pour les PME. En 2008, les 10 % des grandes entreprises dont le besoin de financement était le plus élevé affichaient chacune un besoin de financement supérieur à 2,2 millions d'euros. En 2009, ce seuil était

retombé à 1,7 million d'euros, ce qui représente un repli de plus de 20 %. Cette baisse a été de 15 % pour les PME. La distribution statistique nous apprend en outre que les PME dégagant une capacité de financement ont semblé plus résistantes à la conjoncture économique (à savoir, dans le cas présent, les entreprises situées au-dessus de la médiane). Par contre, le premier décile et, dans une moindre mesure, le premier quartile, ont semblé plus volatils. Dans le cas des grandes entreprises, tant le haut que le bas de la distribution se sont déplacés vers le haut en 2009 puis vers le bas en 2010 et 2011. Ceci indique qu'en 2009, les grandes entreprises en situation d'excédent financier ont eu tendance à accroître cet excédent alors que les entreprises affichant un besoin de financement ont réduit ce besoin. Ces effets se sont ensuite inversés.

Il est également intéressant de distinguer l'évolution du solde de financement au niveau sectoriel. C'est l'objet des graphiques 4 et 5 qui détaillent la contribution des principales branches d'activité aux variations du solde de financement des grandes entreprises et des PME, respectivement.

Dans les grandes entreprises, l'industrie manufacturière présente depuis 2004 un solde de financement positif (sauf en 2008), sous l'impulsion des industries chimiques et

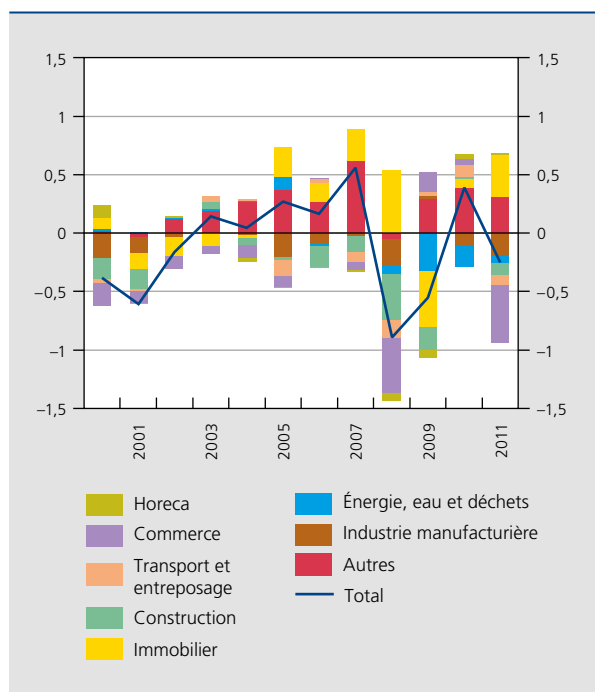
**GRAPHIQUE 4** VENTILATION SECTORIELLE DU SOLDE DE FINANCEMENT DES GRANDES ENTREPRISES  
(milliards d'euros)



Source : BNB (Centrale des bilans).

**GRAPHIQUE 5** VENTILATION SECTORIELLE DU SOLDE DE FINANCEMENT DES PME

(milliards d'euros)



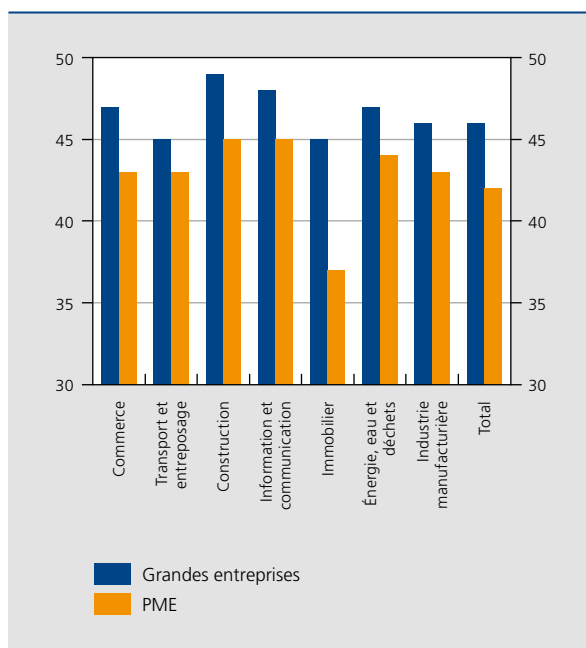
Source : BNB (Centrale des bilans).

pharmaceutiques. Au contraire, le secteur de l'information et de la communication a la plupart du temps affiché un besoin de financement, principalement dû à Belgacom et à Telenet. Les soldes de financement des autres secteurs ont davantage fluctué. L'on note, en 2005, l'importante capacité de financement (plus de 11 milliards d'euros) dégagée par le secteur du transport en raison de la division de la SNCB en trois entités et du transfert des infrastructures ferroviaires au Fonds de l'Infrastructure ferroviaire, ce qui s'est traduit dans les comptes par une réduction substantielle des immobilisations corporelles du groupe SNCB<sup>(1)</sup>.

S'agissant des PME, la situation est différente. Le secteur de l'immobilier dégage chaque année depuis 2004 (sauf en 2009) une capacité de financement, grâce à des ressources internes disponibles souvent supérieures aux investissements nets. Il a même été le seul secteur dans ce cas en 2008. L'immobilier est également le secteur qui compte proportionnellement le moins de PME en besoin de financement (37 %, cf. graphique 6). Les autres principaux secteurs, tels le commerce, l'industrie manufacturière et la construction, affichent généralement un besoin de financement. C'est d'ailleurs dans ce dernier secteur que la proportion d'entreprises qui présentent un besoin de financement est la plus élevée, tant parmi les PME que parmi les grandes entreprises.

**GRAPHIQUE 6** ENTREPRISES AFFICHANT UN BESOIN DE FINANCEMENT

(pourcentages du total, moyennes 2000-2011)



Source : BNB (Centrale des bilans).

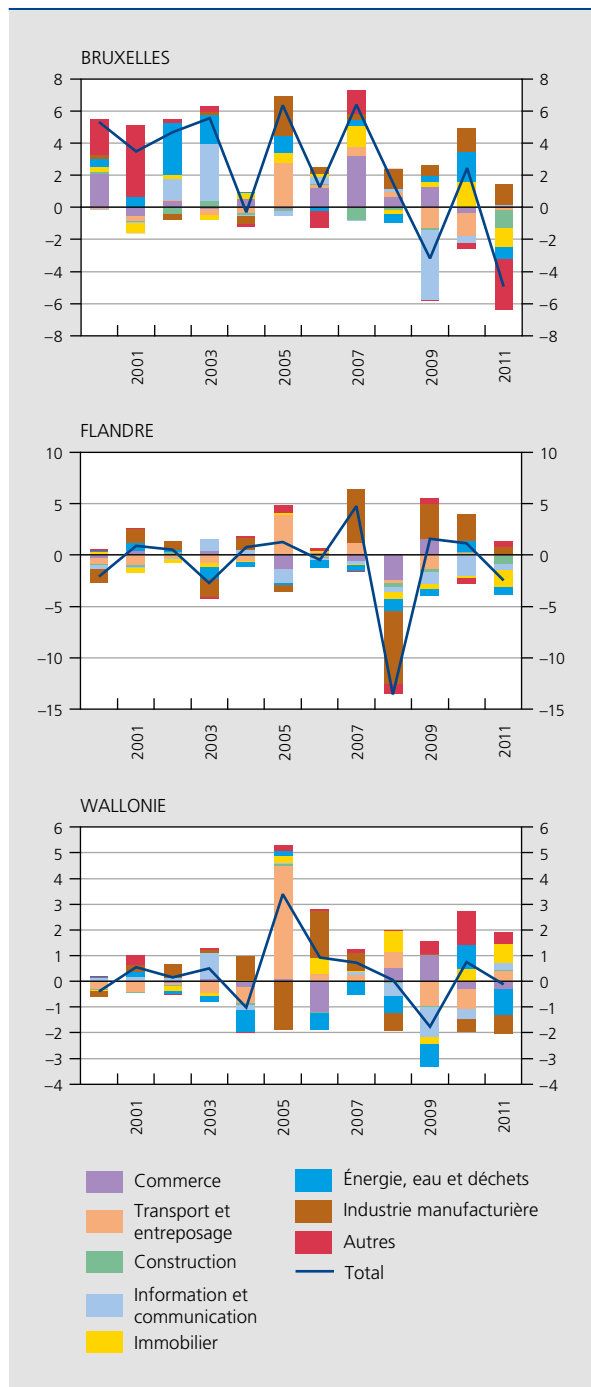
Le graphique 7 montre l'évolution du solde de financement par secteur au niveau régional<sup>(2)</sup>. Chaque région a présenté un solde de financement positif en 2005, qui a diminué l'année suivante. L'on observe cependant un décalage dans l'accroissement du besoin de financement à la suite de la crise. En Flandre, il est apparu dès 2008, année où tous les secteurs ont accusé un besoin de financement pour un total de 13,5 milliards d'euros. En Wallonie et à Bruxelles, le solde de financement des entreprises a encore été globalement positif en 2008 avant de devenir négatif l'année suivante, dans des proportions cependant plus modestes qu'en Flandre en 2008. En 2010, les entreprises des trois régions ont enregistré un excédent financier, suivi d'un besoin de financement en 2011.

L'on remarque quelques différences quant aux secteurs qui influencent le plus l'évolution globale des soldes de financement des entreprises dans les différentes régions. À Bruxelles, le commerce est le principal secteur qui dégage généralement une capacité de financement. Les besoins de financement plus importants en 2009 et 2011 ont résulté respectivement du secteur de l'information

(1) Cf. Deville, X. and F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

(2) La ventilation régionale des comptes annuels se fonde sur les données de l'Institut des comptes nationaux. Pour les entreprises établies dans plusieurs régions, les rubriques des comptes annuels sont ventilées au prorata du nombre d'emplois dans chaque région. Pour plus d'informations, voir Vivet (2011).

**GRAPHIQUE 7** VENTILATION SECTORIELLE DU SOLDE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR RÉGION  
(milliards d'euros)



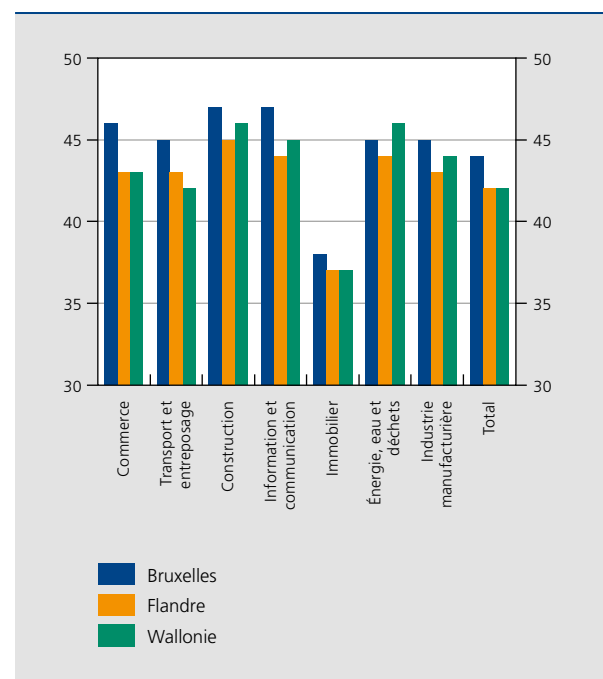
Source : BNB (Centrale des bilans).

et de la communication (en particulier Belgacom) et des autres secteurs, essentiellement celui des autres services (y compris les activités auxiliaires de services financiers). En Flandre, l'évolution du solde de financement des entreprises a été marquée, d'une part, par l'industrie

manufacturière et, plus particulièrement, par les industries chimiques et pharmaceutiques, et, d'autre part, par les fabrications métalliques, secteur qui comprend la construction et l'assemblage de véhicules automobiles. Les industries chimiques et pharmaceutiques ont aussi fortement influencé le solde de financement des entreprises en Wallonie, tout comme le secteur du transport et de l'entreposage et celui de l'énergie, de l'eau et des déchets dont le solde de financement a été négatif presque chaque année.

En ce qui concerne la proportion d'entreprises en besoin de financement (graphique 8), Bruxelles se distingue quelque peu des deux autres régions. De fait, l'on y a observé, sur la période 2000-2011, 44 % d'entreprises en besoin de financement, contre 42 % en Flandre et en Wallonie. Cette surreprésentation des entreprises en besoin de financement à Bruxelles, qui a concerné quasiment toutes les branches d'activité, s'explique principalement par un effet de taille. Bruxelles compte effectivement relativement plus de grandes entreprises que les deux autres régions (9 % contre 6 % en Flandre et 5 % en Wallonie) et, comme l'illustre le graphique 6, les grandes entreprises comptent une proportion plus importante de sociétés en besoin de financement.

**GRAPHIQUE 8** ENTREPRISES AFFICHANT UN BESOIN DE FINANCEMENT: VENTILATION SELON LA RÉGION  
(pourcentages du total, moyennes 2000-2011)



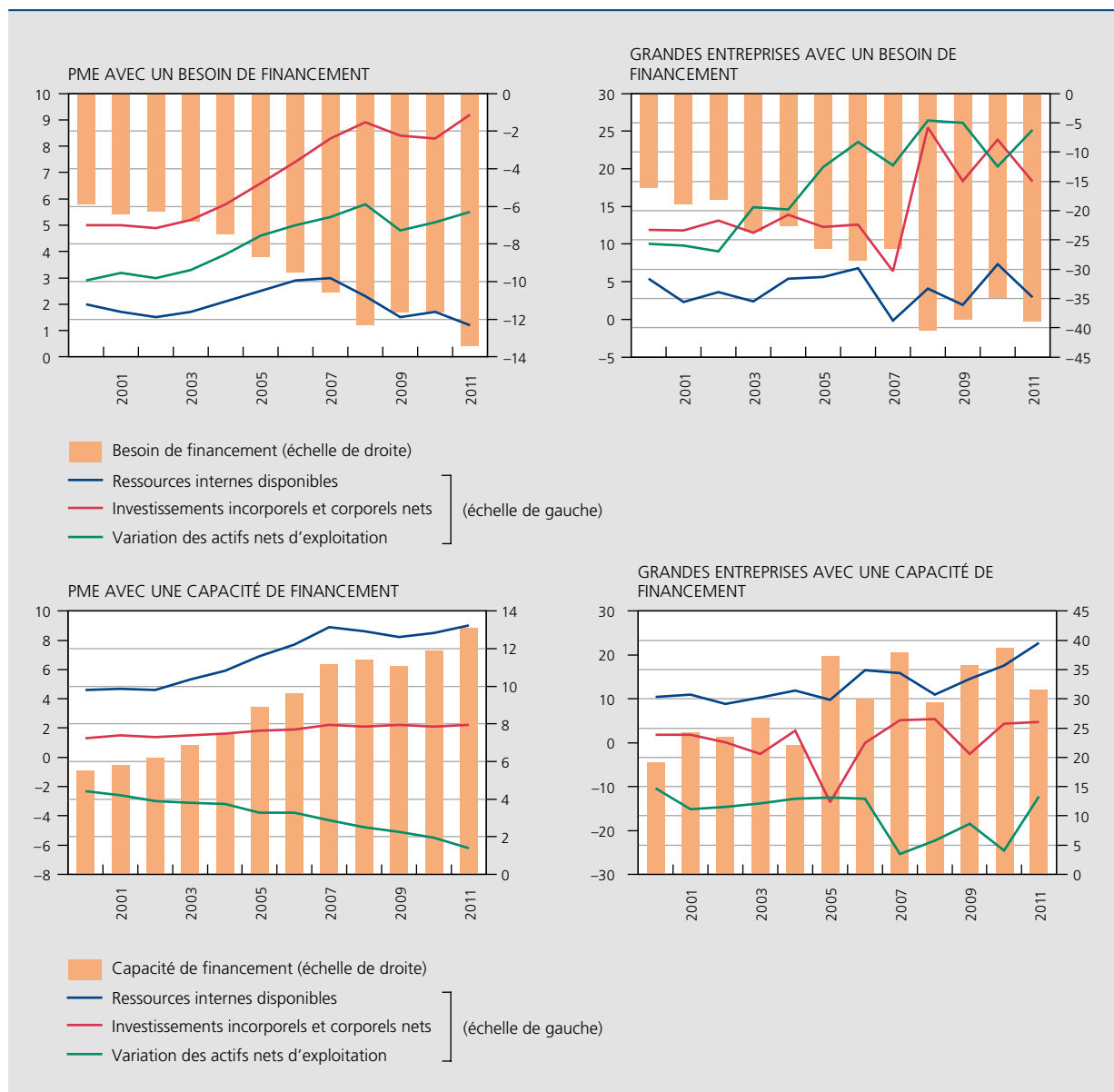
Source : BNB (Centrale des bilans).

Afin de tenter d'expliquer plus en détail l'évolution du solde de financement des entreprises, il est utile d'affiner les regroupements d'entreprises selon leur taille en opérant une distinction supplémentaire entre, d'une part, les entreprises qui dégagent une capacité de financement et, d'autre part, celles qui présentent un besoin de financement. C'est l'objet du graphique 9, qui met en lumière les principaux déterminants de l'évolution du solde de financement des entreprises, selon leur taille et leur situation. Il est important de remarquer que, tant pour les grandes entreprises que pour les PME, les ressources internes jouent un rôle important dans le financement.

Parmi les grandes entreprises, les fluctuations des différentes variables permettent difficilement de dégager des tendances. L'on constate cependant, parmi les entreprises en besoin de financement, une nette augmentation de ce dernier à partir de 2008, en raison d'investissements incorporels et corporels accrus.

Le niveau d'investissements incorporels et corporels des PME qui affichent une capacité de financement a été constant au fil des années, aux alentours de 2 milliards d'euros. L'évolution de leur capacité de financement, qui a augmenté de manière tendancielle sur la période

**GRAPHIQUE 9 SOLDE DE FINANCEMENT ET PRINCIPAUX DÉTERMINANTS: VENTILATION SELON LA TAILLE DES ENTREPRISES**  
(milliards d'euros)



Source : BNB (Centrale des bilans).

sous revue, est plutôt liée à la diminution de plus en plus prononcée de leurs actifs nets d'exploitation, ainsi qu'au gonflement de leurs ressources internes disponibles. Alors que les actifs nets d'exploitation avaient baissé de 2,3 milliards d'euros en 2000, ils se sont réduits de 6,2 milliards d'euros en 2011, soit une contraction de 176%. Les ressources internes disponibles s'élevaient en 2011 à 9 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 98% depuis 2000. Ces caractéristiques sont partagées par la plupart des branches des services. Dans l'industrie manufacturière, la progression de la capacité de financement des PME a été moins marquée et uniquement attribuable à la diminution de plus en plus vive des actifs nets d'exploitation, les ressources internes disponibles demeurant stables.

Parmi les PME en situation de besoin de financement, l'accroissement des actifs nets d'exploitation et des investissements incorporels et corporels a été à la base de la détérioration croissante du solde de financement, dans la mesure où les ressources internes disponibles n'ont pas suivi la même évolution.

L'analyse au niveau régional confirme les tendances décrites ci-dessus, les trois régions enregistrant des évolutions globalement similaires.

Cette première partie a montré le lien existant entre le solde de financement des entreprises et la conjoncture économique. Au cours de la période sous revue, le solde de financement des grandes entreprises dans leur ensemble

a également été influencé par certaines opérations de grande ampleur de la part de quelques grosses entreprises belges qui déterminent fortement les statistiques de leurs secteurs d'activité respectifs (Belgacom, Telenet, SNCB, etc.). L'analyse au niveau régional a mis en évidence l'importance de l'industrie manufacturière dans le solde de financement des entreprises en Flandre, en particulier les industries chimiques et pharmaceutiques et le secteur des fabrications métalliques. Les industries chimiques et pharmaceutiques ont également influencé le solde de financement des entreprises en Wallonie, tandis qu'à Bruxelles, ce sont l'industrie manufacturière et le commerce qui ont le plus pesé sur le solde de financement des sociétés non financières. Enfin, l'analyse a montré que les PME en situation de besoin de financement ont globalement enregistré une augmentation de leurs actifs nets d'exploitation et de leurs investissements, tandis que leurs ressources internes disponibles sont demeurées assez stables.

La section suivante examine par quels moyens les entreprises ont couvert ces besoins de financement.

### 3. Sources de financement

Le tableau 4 nous renseigne sur les sources de financement mises en œuvre par les sociétés non financières établies en Belgique pour combler leur besoin de financement au sens large, en ce compris les besoins de financement générés par les investissements financiers à long terme et par la variation des avoirs de trésorerie.

**TABLEAU 4** ÉVOLUTION DES SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNES DES ENTREPRISES  
(chiffres globalisés, milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Solde de financement global</b>	<b>-41,2</b>	<b>-22,9</b>	<b>-30,0</b>	<b>-32,5</b>	<b>-25,8</b>	<b>-12,5</b>	<b>-32,8</b>	<b>-41,4</b>	<b>-48,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-38,5</b>	<b>-28,7</b>
Variation du capital et des primes d'émission	20,4	13,5	12,4	15,6	7,0	7,2	20,6	12,5	22,4	9,3	14,8	16,3
Variation de l'endettement à long terme	7,3	2,9	6,5	20,8	13,6	-0,7	7,0	26,1	8,5	0,4	33,3	8,2
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	1,6	0,5	-0,8	17,3	10,0	2,1	5,4	5,7	4,5	-3,1	7,3	0,4
Variation de l'endettement financier à court terme	13,5	6,5	11,1	-3,8	5,2	6,0	5,4	3,7	17,8	-7,3	-8,4	4,5
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	2,1	2,7	-0,2	4,6	-1,7	4,9	5,6	-0,9	10,3	-8,1	-7,5	2,0
<b>Nombre d'entreprises (milliers)</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>198</b>	<b>209</b>	<b>223</b>	<b>235</b>	<b>243</b>	<b>252</b>	<b>256</b>	<b>265</b>	<b>272</b>	<b>281</b>

Source: BNB (Centrale des bilans).

Sur l'ensemble de la période sous revue, les engagements financiers ont constitué la première source de financement des entreprises, à 188 milliards d'euros (dont 65 milliards d'endettement bancaire), devant la variation du capital et des primes d'émission (via l'émission d'actions cotées ou non) qui s'est élevée à 172 milliards d'euros. Pour rappel, les activités de sièges sociaux (nace 70100) ne sont pas reprises dans cette analyse.

Le financement par augmentation de capital a enregistré une forte hausse en 2006, passant à 20,6 milliards d'euros (+186 %), sous l'effet conjugué d'une baisse du coût du financement par actions par rapport à l'endettement bancaire et de l'introduction cette année-là de la déduction fiscale pour capital à risque (intérêts notionnels) qui rend le financement par fonds propres plus attractif. L'accroissement du financement par actions a surtout été dû à une hausse des opérations de grande ampleur parmi les grandes entreprises (cf. tableau 5) ce qui semble étayer l'argument selon lequel celles-ci ont modifié la structure de leur capital à la suite de l'introduction de la déduction pour intérêts notionnels. La variation du capital est demeurée élevée les années suivantes, atteignant un pic de 22,4 milliards d'euros en 2008, dû essentiellement à de grosses opérations dans les secteurs de la chimie et de l'énergie (notamment une augmentation du capital d'Electrabel pour un montant de 4 milliards d'euros).

Le financement par augmentation de capital a également gagné en importance parmi les PME (cf. tableau 6). Alors qu'en 2005, la variation du capital équivalait à

un tiers de la variation des ressources financières externes (1,1 sur 3,3 milliards d'euros), cette proportion n'a cessé de croître depuis 2006, pour se chiffrer à 56 % en 2011. Cette année-là, l'augmentation du capital des PME a affiché un niveau de 2,7 milliards d'euros sur une base globalisée. Au cours des douze années de la période sous revue, la hausse du financement par capital a cependant été moins marquée. En moyenne de 2000 à 2005, les augmentations de capital ont représenté 46 % des sources de financement externe des PME, contre 51 % sur la période 2006-2011, soit à partir de l'introduction de la déduction pour intérêts notionnels.

Le recours accru au financement par capital est particulièrement visible dans le sous-groupe des PME en situation de besoin de financement (cf. graphique 10) où l'on a constaté une nette augmentation de la variation du capital à partir de 2006 (+47 % par rapport à 2005). Pour la première fois en 2011, le financement par capital a dépassé le financement par endettement à court terme (2,6 contre 2,3 milliards d'euros), dont les montants sont stables depuis 2009 (volet de gauche du graphique), tandis que depuis 2009, le financement par capital dépasse le financement par endettement non bancaire (volet de droite).

Cet accroissement de l'importance du financement par capital parmi les PME en besoin de financement a été constatée dans les trois régions du pays, mais a été particulièrement prononcé en Flandre. En effet, en 2005, les augmentations de capital dans les entreprises de ce groupe établies au nord du pays se sont élevées à

**TABEAU 5** ÉVOLUTION DES SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNES DES GRANDES ENTREPRISES

(chiffres globalisés, milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Solde de financement global</b>	<b>-38,9</b>	<b>-20,7</b>	<b>-28,6</b>	<b>-31,0</b>	<b>-23,9</b>	<b>-9,2</b>	<b>-29,2</b>	<b>-37,1</b>	<b>-42,1</b>	<b>2,2</b>	<b>-34,7</b>	<b>-24,2</b>
Variation du capital et des primes d'émission	19,4	12,4	11,5	14,7	6,1	6,1	19,2	10,6	19,0	7,0	12,4	13,6
Variation de l'endettement à long terme	6,6	2,3	6,3	20,4	13,0	-2,2	5,6	24,5	6,5	-0,5	32,3	7,0
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	1,2	0,3	-0,9	17,2	9,7	1,4	4,6	4,5	3,1	-3,5	7,0	-0,1
Variation de l'endettement financier à court terme	12,8	6,0	10,8	-4,1	4,8	5,3	4,4	2,7	16,6	-8,0	-9,2	3,6
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	1,8	2,4	-0,4	4,6	-1,9	4,5	4,9	-1,5	9,5	-8,4	-8,0	1,7
<b>Nombre d'entreprises (milliers)</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>

Source : BNB (Centrale des bilans).

**TABLEAU 6** ÉVOLUTION DES SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNES DES PME

(chiffres globalisés, milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Solde de financement global</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,5</b>
Variation du capital et des primes d'émission	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1	1,3	1,9	3,4	2,4	2,4	2,7
Variation de l'endettement à long terme	0,6	0,6	0,2	0,4	0,7	1,5	1,3	1,6	1,9	1,0	0,9	1,2
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	0,4	0,3	0,5
Variation de l'endettement financier à court terme	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,7	1,0	1,0	1,2	0,7	0,8	0,9
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,8	0,3	0,5	0,4
<b>Nombre d'entreprises (milliers)</b>	<b>175</b>	<b>179</b>	<b>185</b>	<b>195</b>	<b>210</b>	<b>221</b>	<b>229</b>	<b>237</b>	<b>241</b>	<b>250</b>	<b>256</b>	<b>264</b>

Source : BNB (Centrale des bilans).

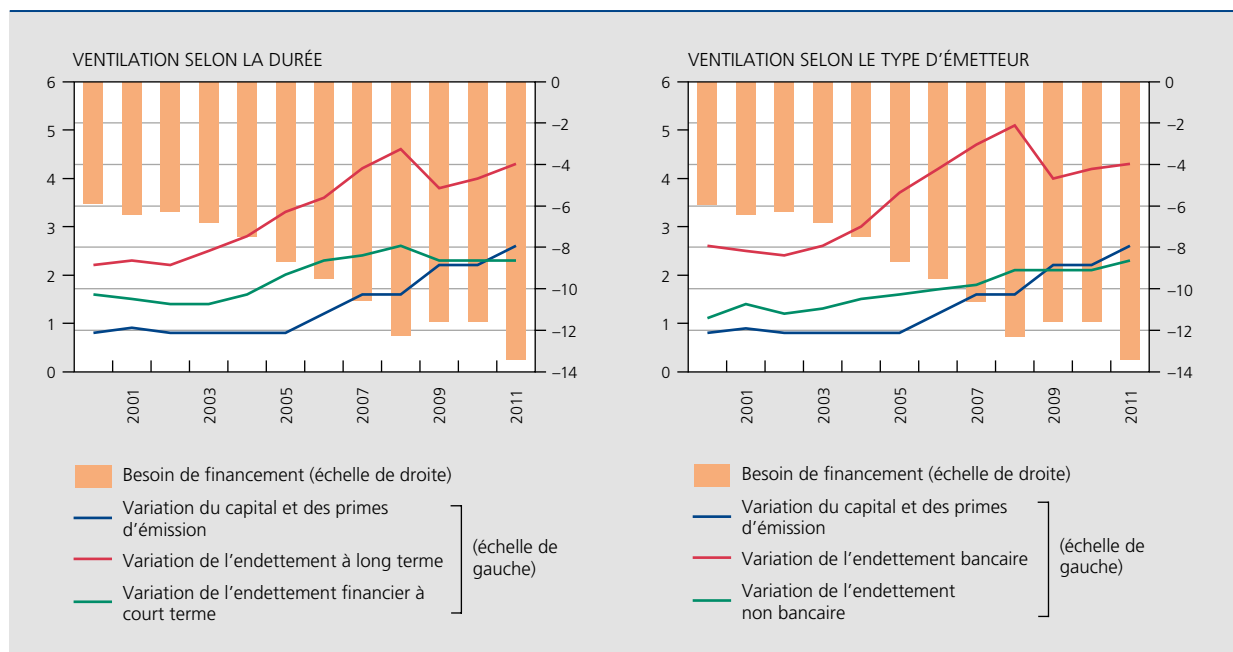
0,5 milliard d'euros, contre 1,9 milliard en 2011, ce qui représente une hausse de 252 %.

Pour les PME en besoin de financement, cette tendance s'est principalement manifestée dans les secteurs du

commerce, de l'immobilier et de la construction ainsi que dans l'industrie manufacturière. Elle s'est aussi retrouvée au sein du secteur de l'information et de la communication, sans toutefois rencontrer un fléchissement des autres sources de financement.

**GRAPHIQUE 10** SOURCES DE FINANCEMENT DES PME EN SITUATION DE BESOIN DE FINANCEMENT

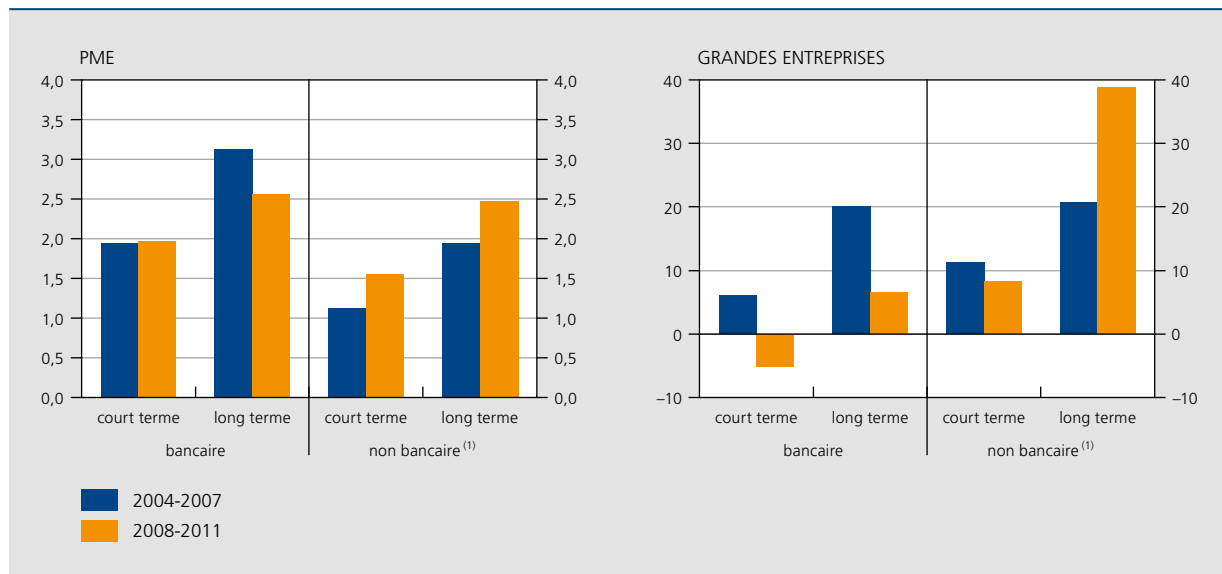
(milliards d'euros)



Source : BNB (Centrale des bilans).

**GRAPHIQUE 11 VARIATION DES DIFFÉRENTS TYPES D'ENDETTEMENT AVANT ET APRÈS LA CRISE**

(milliards d'euros)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Les dettes non bancaires comprennent les prêts intragroupes

Cette évolution est influencée non seulement par l'introduction de la déduction pour intérêts notionnels en 2006, mais aussi par les conditions en vigueur sur le marché du crédit, qui se sont détériorées à partir de 2007 en raison de la crise financière. Entre 2008 et 2011, les banques ont octroyé 6 milliards d'euros de crédit aux entreprises (tous termes confondus) contre 31 milliards entre 2004 et 2007<sup>(1)</sup>.

Cette tendance s'est observée aussi bien parmi les grandes entreprises que parmi les PME et est plus marquée pour les crédits à long terme (cf. graphique 11). Au cours de la période 2008-2011, la variation des engagements vis-à-vis des établissements de crédit a été inférieure à ce qu'elle était avant l'éclatement de la crise, alors que la variation des crédits non bancaires (qui couvrent essentiellement les prêts entre entreprises, mais comprennent aussi entre autres les dettes commerciales à long terme et les emprunts obligataires) s'est amplifiée. L'on perçoit donc clairement une tendance des entreprises à se financer en dehors du circuit bancaire, que ce soit par augmentation de capital ou par endettement non bancaire.

Cette évolution peut être influencée par des facteurs liés à la demande de crédits (cf. supra), mais également par une modification des conditions d'octroi de crédits. Les enquêtes qualitatives qui interrogent les banques et les entreprises sur leur perception du marché du crédit fournissent quelques informations à cet égard.

La perception des banques est recueillie au travers de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey – BLS*), une enquête trimestrielle menée au niveau national par les banques centrales de l'Eurosystème auprès des institutions de crédit les plus importantes. En Belgique, cette enquête reflète l'avis des quatre principales banques du pays (dont les crédits au secteur privé représentent environ 70 % de ceux octroyés par l'ensemble des établissements de crédit belges) sur l'évolution des conditions d'octroi et de la demande de crédits. Les résultats sont exprimés en pourcentage net, à savoir la différence entre le pourcentage de réponses indiquant une évolution dans un sens déterminé et le pourcentage de réponses indiquant une évolution dans le sens opposé, ces réponses étant pondérées en fonction de leur éloignement par rapport à la réponse « neutre ». Les valeurs possibles de cet indicateur oscillent entre -100 % (durcissement ou affaiblissement sensible pour tous les déclarants) et +100 % (assouplissement ou accroissement sensible pour tous les déclarants)<sup>(2)</sup>.

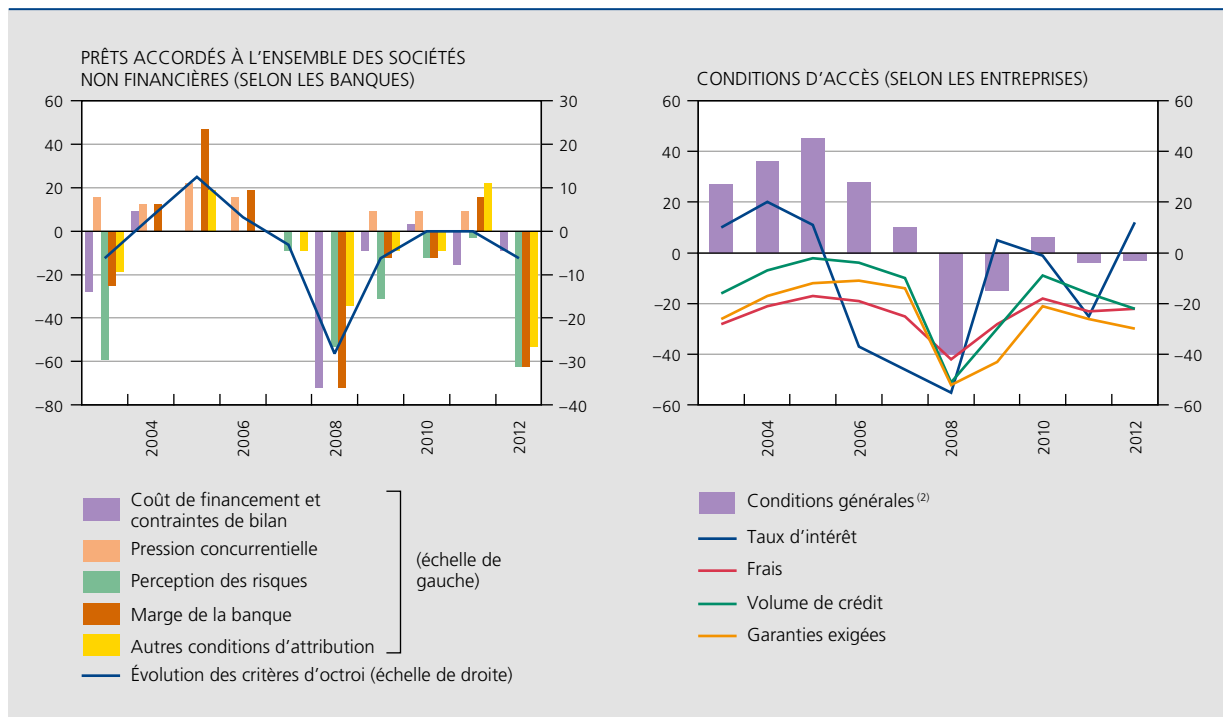
(1) Notons que, dans le cas des grandes entreprises, les chiffres sont influencés par quelques opérations de grande ampleur. Ainsi, l'achat par Electrabel des titres de participation dans Suez-Tractebel en 2007 (cf. supra) a été en partie financé par endettement, ce qui explique la forte hausse de l'endettement non bancaire observée cette année-là. De plus, Electrabel a procédé à une restructuration importante de ses dettes financières en 2010, qui a entraîné une substitution des dettes à court terme par des dettes à long terme, lesquelles ont augmenté de près de 6 milliards d'euros.

(2) Pour plus d'informations sur la méthodologie, cf. <http://www.nbb.be> > Statistiques > Enquêtes d'opinion > Bank Lending Survey > Notices méthodologiques.



**GRAPHIQUE 12 APPRÉCIATION DES CONDITIONS DU MARCHÉ DU CRÉDIT PAR LES BANQUES ET PAR LES ENTREPRISES <sup>(1)</sup>**

(évolution exprimée en pourcentage net)



Source : BNB (enquête sur la distribution du crédit bancaire et enquête sur les conditions d'accès au crédit auprès des chefs d'entreprise).

(1) Données annualisées par la moyenne des résultats trimestriels.

(2) Concernant les conditions d'accès, les conditions générales portent sur le moment actuel tandis que les autres critères comparent l'évolution en vigueur au moment de l'enquête au regard de celles appliquées six mois auparavant jusqu'en 2008 et trois mois auparavant depuis 2009.

La BNB sonde également l'opinion des chefs d'entreprise via une enquête sur leur perception de l'évolution des conditions d'accès au crédit<sup>(1)</sup>. D'abord intégré à une autre enquête réalisée une fois par an, le questionnaire fait depuis 2009 l'objet d'une enquête propre menée à une fréquence trimestrielle<sup>(2)</sup>. Ses résultats sont exprimés en pourcentage net, à savoir la différence entre le pourcentage des réponses positives et négatives<sup>(3)</sup>.

Le graphique 12 synthétise les principaux facteurs explicatifs de l'évolution des conditions en vigueur sur le marché du crédit bancaire. À partir de l'été 2007, l'on a assisté à des tensions sur les marchés financiers à la suite de la crise des subprimes. Cette année-là, les banques ont déclaré que leur perception des risques était l'une des causes du resserrement des critères d'octroi de crédits. La crise s'est propagée l'année suivante, entraînant des problèmes de

bilan dans le chef des banques à la suite de la perte de valeur de leur portefeuille d'actifs et de la contraction des fonds propres consécutive à l'aggravation des risques. Ces problèmes de bilan ont incité les banques à durcir leurs critères d'octroi de crédits, en particulier en augmentant leur marge.

Cette perception est partagée par les chefs d'entreprise, qui estiment que le taux d'intérêt est le facteur qui s'est le plus fortement dégradé en 2008, suivi par les garanties exigées et par le volume des crédits. Les conditions générales d'accès au crédit ont été évaluées un peu moins négativement en 2009, surtout en raison d'un taux d'intérêt plus favorable. Cette dernière évolution a été de courte durée et l'accès au crédit s'est à nouveau détérioré en 2011. Du côté des banques, l'on ne note aucun adoucissement des critères d'octroi de crédits, qui ont continué de se durcir en 2009, avant de demeurer inchangés en 2010 et en 2011, sous l'effet, notamment, de la contagion de la crise de la dette souveraine au secteur bancaire, qui pèse sur la liquidité et sur la solvabilité des établissements de crédit. Confrontées à un alourdissement de leurs coûts et à des contraintes d'équilibre du bilan, les banques continuent d'appliquer des conditions strictes

(1) Il convient de noter que les crédits considérés dans cette enquête sont ceux qui concernent directement la formation de capital fixe, à l'exclusion donc, notamment, des crédits accordés pour des fusions ou acquisitions. Pour plus d'informations sur la méthodologie, cf. [http://www.nbb.be/DOC/DQ/kredObs/fr/KO\\_home.htm](http://www.nbb.be/DOC/DQ/kredObs/fr/KO_home.htm) > Séries statistiques > Taux et autres conditions > Enquêtes NBB (appréciation des entreprises).

(2) Dans la présente étude, les résultats postérieurs à 2009 ont été annualisés en calculant la moyenne des résultats trimestriels.

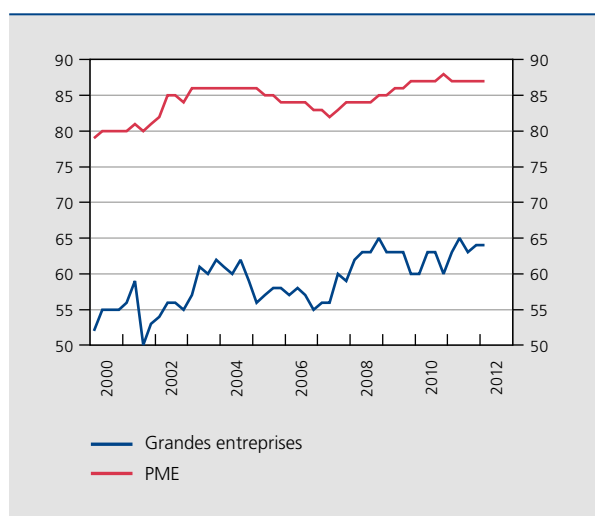
(3) Par exemple, un solde de +10 signifie que les réponses positives sont 10 % plus nombreuses que les réponses négatives.

lors de leur octroi de crédits aux entreprises. Selon ces dernières, ces conditions se sont même durcies en 2011. En 2012, les banques ont déclaré avoir resserré leurs critères d'octroi de crédits sous l'influence d'une perception des risques accrue, notamment en augmentant leur marge. Ce durcissement est confirmé par les chefs d'entreprise, qui constatent une altération des conditions générales d'accès au crédit bancaire, malgré un assouplissement des taux d'intérêt.

L'évolution des conditions du marché du crédit bancaire se reflète dans une certaine mesure dans les chiffres de la Centrale des crédits aux entreprises, qui enregistre les crédits d'un montant supérieur à 25.000 euros octroyés aux sociétés non financières<sup>(1)</sup>. Parmi les statistiques publiées, le taux d'utilisation des crédits autorisés est un indicateur des conditions en vigueur sur le marché du crédit. Exprimant le rapport (en pourcentage) entre le montant réellement utilisé et le montant total des crédits autorisés par l'institution financière, il illustre l'intensité avec laquelle les entreprises tirent sur leurs lignes de crédit. Ce ratio est présenté au graphique 13, qui établit une distinction selon la taille des entreprises<sup>(2)</sup>. Notons le taux d'utilisation structurellement plus élevé parmi les PME, traditionnellement plus dépendantes du crédit bancaire que les grandes entreprises, qui disposent de davantage de possibilités de financement alternatives.

À partir de 2007, le taux d'utilisation des crédits s'est redressé, tant parmi les PME que parmi les grandes entreprises.

**GRAPHIQUE 13** TAUX D'UTILISATION DES CRÉDITS AUTORISÉS : VENTILATION SELON LA TAILLE DES ENTREPRISES (pourcentages)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).<sup>(1)</sup>

(1) Les données sont issues de CKO1. La Centrale dispose désormais d'une base de données remaniée mais à cause du changement de méthodologie qui en découle, établir une série longue de données historiques n'est pas possible.

En 2005-2006, ce taux s'est élevé, en moyenne, à 84 % pour les PME et à 57 % pour les grandes entreprises. Au cours de la période 2007-2011, par contre, il est passé à, respectivement, 85 et 62 %. Toutes tailles et tous secteurs confondus, le taux d'utilisation des crédits par les sociétés non financières a augmenté de 10 % entre 2006 et 2011. Cette évolution semble indiquer que, face à la difficulté qu'elles éprouvaient pour obtenir de nouveaux crédits, les entreprises ont cherché à exploiter au maximum leurs possibilités de crédit existantes.

Cette peine des PME à accéder au crédit bancaire après le déclenchement de la crise est également illustrée dans l'enquête sur le financement des PME réalisée par le Centre de connaissances du financement des PME (CeFiP, 2013). Les résultats de cette enquête montrent qu'en 2009, 17 % des PME ayant demandé un crédit bancaire ont essuyé un refus. Cette proportion était sensiblement plus importante qu'en 2008 (9 %). Elle a ensuite diminué en 2010 et en 2011, retombant respectivement à 15 et à 13 %, ce qui reste un taux plus élevé qu'avant la crise. En 2012, ce taux s'est élevé à 16 %, confirmant ainsi une certaine persistance de la difficulté qu'éprouvent les PME à accéder au crédit bancaire depuis le début de la crise.

L'enquête du SPF Économie sur l'accès au financement des PME (SPF Économie, 2012) confirme cette tendance puisqu'elle a, elle aussi, enregistré un accroissement du taux d'échec lors d'une demande de crédit bancaire, ce dernier étant passé de 2 % en 2007 à 6 % en 2010. À l'inverse, la diminution la plus marquée du taux d'échec a été celle des « autres sources » de financement sous la forme de prêts, qui est retombée de 78 % en 2007 à 39 % en 2010.<sup>(3)</sup>

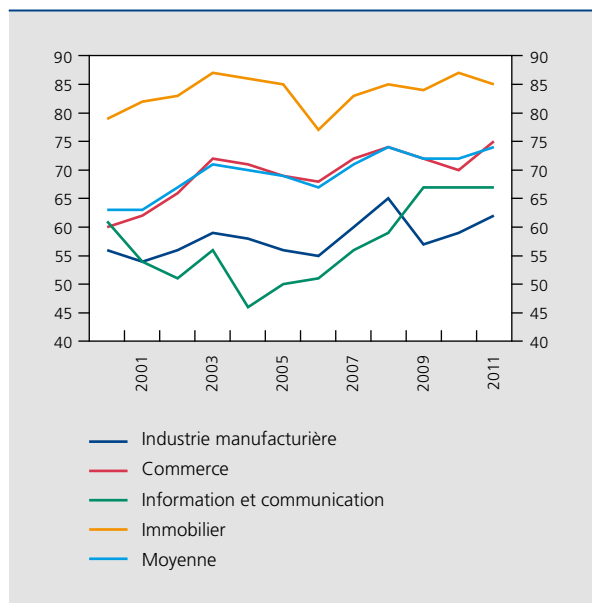
Le graphique 14 permet de constater que les secteurs qui ont enregistré un renforcement du taux d'utilisation des crédits supérieur à la moyenne entre 2006 et 2011 sont ceux pour lesquels les augmentations de capital parmi les PME en besoin de financement étaient en forte croissance, à savoir l'industrie manufacturière, le commerce, l'immobilier et le secteur de l'information et de la communication. Ce dernier secteur en est d'ailleurs la meilleure illustration, puisqu'il est à la fois celui qui a affiché la plus forte hausse du taux d'utilisation des crédits autorisés (+32 % entre 2006 et 2011) et celui pour lequel les augmentations de capital des PME en besoin de

(1) Les données utilisées s'arrêtent au 31/03/2012, date après laquelle le seuil de 25.000 euros a été supprimé dans la nouvelle Centrale des crédits.

(2) La distinction par taille est basée sur le type de schéma utilisé pour le dépôt des comptes annuels (schéma abrégé = PME, schéma complet = grande entreprise). Ne sont ici prises en compte que les entreprises ayant déposé des comptes annuels auprès de la Centrale des bilans au moins une fois au cours des 60 derniers mois.

(3) D'autres études, comme l'enquête de la BCE "Survey on the access to finance of small and medium sized enterprises in the euro area", arrivent à des conclusions similaires.

**GRAPHIQUE 14** TAUX D'UTILISATION DES CRÉDITS AUTORISÉS :  
VENTILATION PAR SECTEUR  
(pourcentages)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).<sup>(1)</sup>

(1) Les données sont issues de CKO1. La Centrale dispose désormais d'une base de données remaniée mais à cause du changement de méthodologie qui en découle, établir une série longue de données historiques n'est pas possible.

financement ont le plus progressé (+173 % entre 2005 et 2011). Ceci tend donc à confirmer l'hypothèse selon laquelle le recours de plus en plus important des PME au financement par augmentation du capital découle au moins partiellement d'un accès plus difficile au marché du crédit à la suite de la crise financière.

## Conclusion

En utilisant à un niveau agrégé le tableau des ressources et emplois développé par la Centrale des bilans pour les entreprises individuelles, cette étude a permis d'identifier certaines tendances concernant la population des entreprises en besoin de financement, les causes de ce besoin et les sources externes utilisées pour le combler.

L'analyse de l'évolution du solde de financement des entreprises montre que celui-ci est tributaire de la situation conjoncturelle. Les périodes où le besoin de financement des entreprises était le plus élevé (en 2008 et en 2011) sont survenues à la suite d'un retournement conjoncturel. Cette situation semble imputable à la contraction des ressources internes disponibles et à la réalisation différée, eu égard à la conjoncture, de projets d'investissements. Une distinction par taille d'entreprise révèle que le solde de financement et ses déterminants fluctuent davantage

pour les grandes entreprises que pour les PME, sous l'influence d'opérations réalisées par quelques grosses entreprises. La sensibilité légèrement plus marquée des grandes entreprises à la conjoncture économique lors de la crise de 2009 se reflète dans la distribution statistique du solde de financement des entreprises. Ainsi, parmi les grandes entreprises, tant le haut que le bas de la distribution (c'est-à-dire les entreprises affichant, respectivement, les plus grands excédents et les plus grands besoins de financement) se sont déplacés vers le haut en 2009 puis vers le bas en 2011. Dans le cas des PME, le haut de la distribution est demeuré relativement stable, ce qui signifie que les entreprises qui dégagent un excédent financier ont été moins affectées (positivement ou négativement) par la conjoncture.

L'affinement de l'analyse au niveau des secteurs montre que certains d'entre eux se sont retrouvés plus régulièrement que d'autres en situation d'excédent ou de besoin de financement. Ainsi, parmi les PME, l'immobilier est un secteur qui, depuis 2005, présente régulièrement un excédent financier, grâce à des ressources internes disponibles souvent supérieures à ses investissements nets. De plus, il compte proportionnellement beaucoup moins d'entreprises en besoin de financement que les autres secteurs. À l'inverse, le commerce, l'industrie manufacturière et la construction affichent généralement un besoin de financement. Dans les grandes entreprises, l'industrie manufacturière dégage habituellement un excédent financier, à l'inverse du secteur de l'information et de la communication.

La ventilation de l'évolution du solde de financement des entreprises par région nous apprend que la Flandre a enregistré un besoin de financement dans tous les secteurs d'activité dès 2008, besoin qui ne s'est manifesté qu'en 2009 à Bruxelles et en Wallonie. En Flandre et en Wallonie, ces évolutions ont surtout été tirées par l'industrie manufacturière, en particulier par les secteurs chimiques et pharmaceutiques et, surtout en Flandre, par le secteur des fabrications métalliques. À Bruxelles, ce sont davantage les secteurs des services qui ont influé sur le solde de financement, eu égard à la structure économique de cette région composée en large majorité d'entreprises de services. L'on a également noté que Bruxelles comptait proportionnellement plus d'entreprises en besoin de financement, sans doute en raison de la surreprésentation des grandes entreprises dans cette région, relativement plus nombreuses à avoir besoin de financement.

En opérant une distinction entre les entreprises en excédent financier et celles en besoin de financement, il a été possible d'identifier certaines caractéristiques propres à ces dernières. Celles-ci disposent en général de ressources

internes disponibles inférieures, réalisent davantage d'investissements incorporels et corporels et voient leurs actifs nets d'exploitation augmenter, alors que les entreprises dont le solde de financement est positif les réduisent. Ceci est particulièrement frappant chez les PME, où l'on constate une diminution de plus en plus marquée des actifs nets d'exploitation dans le groupe des entreprises ayant affiché un excédent financier entre 2000 et 2011, tandis que leur excédent financier a augmenté.

L'analyse des sources de financement des entreprises a mis en lumière une forte progression du financement par capital en 2006, vraisemblablement influencée par l'introduction de la disposition fiscale relative aux intérêts notionnels. Le financement par capital a continué de gagner en importance par la suite, en particulier auprès des PME en besoin de financement, pour lesquelles l'on a clairement perçu une augmentation de plus en plus prononcée de la variation du capital ainsi qu'un tassement des nouveaux engagements financiers à long terme. L'on a également constaté, conséquemment à la crise, un ralentissement de l'octroi des crédits bancaires et une accélération des crédits non bancaires (principalement des prêts intragroupes), surtout pour les crédits à long terme, pour les grandes entreprises comme pour les PME. L'on a donc observé une baisse relative du financement bancaire des entreprises.

Ces évolutions sont influencées par les conditions en vigueur sur le marché du crédit, qui, selon les enquêtes qualitatives auprès des banques et des chefs d'entreprise, se sont détériorées à partir de 2007. Cette tension sur le marché du crédit bancaire est également perceptible dans les chiffres récoltés par la Centrale des crédits aux entreprises, qui indiquent un redressement du taux d'utilisation des crédits autorisés à partir de 2007, pour les PME comme pour les grandes entreprises, ce qui témoigne d'une certaine difficulté à obtenir de nouveaux crédits. Deux autres enquêtes sur l'accès au financement des PME, réalisées respectivement par le CeFiP et par le SPF Économie, ont renforcé ce constat, indiquant une hausse du taux d'échec lors d'une demande de crédit bancaire après le déclenchement de la crise.

Enfin, l'analyse sectorielle du taux d'utilisation des crédits autorisés nous apprend que les secteurs qui ont affiché la plus forte hausse de ce taux sont également ceux où les PME en besoin de financement ont enregistré l'accélération la plus vive du financement par augmentation de capital. Ceci tend à confirmer l'hypothèse selon laquelle le recours de plus en plus important des PME au financement par capital résulte au moins en partie d'un accès plus difficile ou plus coûteux au crédit bancaire à la suite de la crise financière.

## Bibliographie

Baugnet, V. et M.-D. Zachary (2007), « Le financement des entreprises belges dans une perspective européenne », BNB, *Revue économique*, septembre, 65-83.

BNB (2006), *Rapport annuel 2005*.

BNB (2007), *Rapport annuel 2006*.

BNB (2008 a), *Centrale des bilans – Dossier d’entreprise, méthodologie et mode d’utilisation*, octobre.

BNB (2008 b), *Rapport annuel 2007*.

BNB (2009), *Rapport annuel 2008*.

BNB (2010), *Rapport annuel 2009*.

BNB (2011), *Rapport annuel 2010*.

BNB (2012), *Rapport annuel 2011*.

CeFiP (2013), *Enquête CeFiP Financement des PME 2012*.

Deville, X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and the Netherlands*, NBB Working Paper n°221.

OCDE (2007), *Perspectives économiques de l’OCDE*, volume 2007/2, n° 82, décembre.

SPF Économie, PME, Classes moyennes et Energie (2012), *Accès au financement*, mars.

Vivet, D. (2012), « Résultats et situation financière des entreprises en 2011 », BNB, *Revue économique*, décembre, p. 69-101.

## Annexe I: Calcul des rubriques des tableaux des ressources et emplois<sup>(1)</sup>

### 1. Schéma complet

L'établissement d'un tableau de ressources et emplois nécessite la réalisation, au préalable, d'une batterie de contrôles qui vérifient la cohérence et l'exactitude de certaines écritures comptables. Les résultats éventuels de ces différents contrôles sont ajoutés à certaines rubriques du tableau. Ces corrections sont indispensables pour assurer l'équilibre global entre les ressources et leurs emplois au terme de l'exercice comptable.

La liste des équations de contrôle est présentée ci-après. Le résultat de chaque contrôle est repris sous une rubrique fictive C (rubriques C<sub>1</sub> à C<sub>16</sub>). Ces rubriques sont intégrées dans la définition des postes du tableau de ressources et emplois.

#### 1.1 Contrôles relatifs aux amortissements et aux réductions de valeur

Ils vérifient la cohérence entre les informations fournies par le compte de résultats et celles présentées à l'annexe. En cas de divergence, les données du compte de résultats sont mises en concordance avec celles de l'annexe.

- a. Les amortissements ou réductions de valeur qui sont annulés lors de la cession d'actifs immobilisés sont fréquemment inscrits à l'annexe en «reprises».

Cette anomalie est corrigée en augmentant la valeur des amortissements et réductions de valeur annulés de la différence entre les reprises indiquées à l'annexe et celles qui figurent au compte de résultats.

Immobilisations non financières:  $C_1 = 8089 + 8289 - 760$

Immobilisations financières:  $C_2 = 8484 + 8614 - 761$

- b. Certaines entreprises intègrent aux amortissements ou aux réductions de valeur sur actifs immobilisés des corrections de valeur qui ont trait à des actifs circulants. Ces corrections doivent être ajoutées aux ressources internes afin de pouvoir reconstituer correctement la variation nette des immobilisations.

– Différence entre les amortissements nets sur frais d'établissement, immobilisations incorporelles et corporelles actés au compte de résultats et à l'annexe:

$$C_3 = (8003 + 8079 - 8089 + 8279 - 8289) - (630 - 760 + 660 + 6501) + C_1$$

– Différence entre les réductions nettes de valeur sur immobilisations financières imputées au compte de résultats et à l'annexe:

$$C_4 = (8474 - 8484 + 8604 - 8614) - (661 - 761) + C_2$$

– Montant à ajouter aux ressources internes:

$$C_5 = C_3 + C_4$$

(1) Source: extrait de BNB, *Centrale des bilans – Dossier d'entreprise, méthodologie et mode d'utilisation*, octobre 2008, p. 51-60.

## 1.2 Variations des rubriques des capitaux propres au bilan qui n'apparaissent pas au compte de résultats ou à l'annexe

Certaines écritures comptables affectent les provisions, le résultat reporté et les réserves au bilan sans influencer le compte de résultats. Ces écritures ont été reconstituées par la comparaison de l'évolution d'un bilan à l'autre des rubriques concernées du passif et des éléments correspondants du compte de résultats. L'évolution au bilan des plus-values de réévaluation sera également confrontée au produit correspondant figurant à l'annexe, afin d'isoler les éventuels transferts de plus-values vers le capital ou vers les réserves.

- Différence entre la variation du résultat reporté au bilan et l'évolution correspondante indiquée au tableau des affectations et prélèvements du compte de résultats :

$$C_6 = 14P - 14 \$^{(1)}$$

- Différence entre la variation des réserves au bilan et au compte de résultats :

$$C_7 = (13 - 13 \$) - (6920 + 6921 - 792 + 689 - 789)$$

- Différence entre la variation des provisions et impôts différés au bilan et au compte de résultats :

$$C_8 = (16 - 16 \$) - (635/7 + 662 - 762 + 680 - 780 + 6560 - 6561)$$

- Transferts de plus-values :

$$C_9 = (12 - 12 \$) - (8219 - 8239 + 8249 + 8414 - 8434 + 8444)$$

- Montant à ajouter aux ressources internes :

$$C_{10} = C_6 + C_7 + C_8 + C_9$$

## 1.3 Différence entre la valeur des immobilisations qui figure au bilan de l'exercice précédent et celle reprise à l'annexe

Cet écart résulte d'opérations de fusions, de scissions, d'absorptions ou de filialisations qui sont intervenues au cours de l'exercice ; il est ajouté à (ou déduit de) la valeur d'acquisition des actifs immobilisés.

- Frais d'établissement :  $C_{11} = 20P - 20 \$$

- Immobilisations incorporelles :  $C_{12} = 8059P - 8129P - 21 \$$

- Immobilisations corporelles :  $C_{13} = 8199P + 8259P - 8329P - 22/27 \$$

- Immobilisations financières :  $C_{14} = 8394P + 8454P - 8524P - 8554P + 8644P - 28 \$$

## 1.4 Transferts entre rubriques du bilan concernant les immobilisations non financières<sup>(2)</sup>

- Immobilisations incorporelles :  $C_{15} = 8049 - 8119$

- Immobilisations corporelles :  $C_{16} = 8189 - 8319$

(1) Les rubriques relatives à l'exercice précédent sont suivies de «\$».

(2) Le transfert d'immobilisations financières vers d'autres placements de trésorerie ou l'inverse, est repris explicitement dans les investissements financiers à long terme.

---

**Nombre de mois de l'exercice**

Valeur ajoutée .....	R103	70 / 74 – 740 – 60 – 61
+ Subsidés d'exploitation .....	R104	740
– Frais de personnel .....	R105	– (62)
– Autres charges d'exploitation .....	R106	– (640/8 + 649)
<b>Résultat brut d'exploitation .....</b>	<b>R107</b>	<b>70/74 – 60 – 61 – 62 – 640/8 – 649</b>
+ Produits des immobilisations financières .....	R108	750
+ Produits des actifs circulants .....	R109	751
+ Autres produits financiers .....	R110	752/9 – 9125 – 9126
+ Subsidés en intérêts .....	R111	9126
+ Autres produits exceptionnels .....	R112	764/9
+ Intervention d'associés dans la perte .....	R113	794
– Charges des dettes .....	R114	– (650 – 6501)
– Réductions de valeur sur actifs circulants .....	R115	– (651 + 631/4)
– Autres charges financières .....	R116	– (652/9 – 6560 + 6561)
– Autres charges exceptionnelles .....	R117	– (664/8)
+ Charges exceptionnelles portées à l'actif au titre de frais de restructuration .....	R118	– 669
– Impôts sur le résultat .....	R119	– (67/77)
– Bénéfice à distribuer .....	R120	– (694/6)
± Ajustements comptables <sup>(1)</sup> .....	R121	C5 + C10
<b>Ressources internes disponibles</b> (capacité d'autofinancement) .....	<b>R122</b>	<b>70/74 – 60 – 61 – 62 – 631/4 – 640/8 – 649 + (75 – 9125) – 65 + 6501 + 6560 – 6561 + 764/9 – 664/8 – 669 – 67/77 + 794 – 694/6 + C5 + C10</b>

---

(1) Redressements apportés afin de rétablir la cohérence entre l'évolution du compte de résultats et celle des capitaux propres au bilan. Ces modifications sont reprises au sein des rubriques fictives C1 à C16.

---



<b>Ressources internes disponibles</b> .....	<b>R201</b>	<b>R122</b>
+ Subsidés reçus en capital .....	R202	15 – 15 \$ + 9125
– Investissements incorporels et corporels .....	– R203	– (R204 – R205)
<i>Acquisitions</i> .....	R204	(a1) + (a2) + (a3) + (a4)
<i>Variation des frais d'établissement</i> .....	(a1)	8002 + 8004
<i>Acquisitions d'immobilisations incorporelles</i> .....	(a2)	8029 – 8099
<i>Acquisitions d'immobilisations corporelles</i> .....	(a3)	8169 + 8229 – 8299
<i>Autres variations</i> <sup>(1)</sup> .....	(a4)	C11 + C12 + C13
<i>Cessions</i> .....	R205	(b1) + (b2) + (b3)
<i>Cessions d'immobilisations incorporelles</i> .....	(b1)	8039 – 8109 – C15
<i>Cessions d'immobilisations corporelles</i> .....	(b2)	8179 – 8309 – C1 – C16
<i>Plus-values nettes sur réalisation d'actifs immobilisés</i> ...	(b3)	763 – 663
– Augmentation (+ diminution) des actifs nets d'exploitation .....	– R206	– [(c1) – (c2)]
<i>Variation des actifs non financiers à court terme</i> .....	(c1)	(3 + 40/41 + 490/1) – (3 \$ + 40/41 \$ + 490/1 \$)
<i>Variation des passifs non financiers à court terme</i> .....	(c2)	(44 + 45 + 46 + 47/48 + 492/3 + 8861 + 8891 + 8901) – (44 \$ + 45 \$ + 46 \$ + 47/48 \$ + 492/3 \$ + 8861 \$ + 8891 \$ + 8901 \$)
<b>Capacité (+) ou besoin (–) de financement</b> .....	<b>R207</b>	<b>R201 + R202 – R203 – R206</b>
– Investissements financiers à long terme .....	– R208	– [(d1) + (d2) – (d3)]
<i>Acquisitions d'immobilisations financières</i> .....	(d1)	8364 – 8544 + 8584 + 8634 – 8494 + 8424 + 8624 + C14
<i>Variation des créances à plus d'un an</i> .....	(d2)	29 – 29 \$
<i>Cessions d'immobilisations financières</i> .....	(d3)	8374 + 8594 – 8504 – C2 – (8384 – 8514)
– Augmentation (+ diminution) des avoirs de trésorerie .....	– R209	– (50/53 – 50/53 \$ + 54/58 – 54/58 \$)
<b>Total à financer (–) [ou excédent total (+)]</b> .....	<b>R210</b>	<b>R207 – R208 – R209</b>

(1) Différence entre la valeur de l'immobilisé net non financier figurant au bilan à la clôture de l'exercice précédent et celle reprise à l'annexe.

#### Ressources externes

Variation du capital et des primes d'émission .....	R211	10 – 10 \$ + 11 – 11 \$ + 791 – 691
Variation de l'endettement à long terme .....	R212	17 – 17 \$
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit ...	R213	173 – 173 \$
Variation de l'endettement financier à court terme .....	R214	43 – 43 \$ + 8801 – 8801 \$
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit ...	R215	430/8 – 430/8 \$ + 8841 – 8841 \$
<b>Total des ressources financières externes</b> .....	<b>R216</b>	<b>R211 + R212 + R214</b>

## 2. Schéma abrégé

L'établissement d'un tableau de ressources et emplois nécessite la réalisation, au préalable, d'une batterie de contrôles qui vérifient la cohérence et l'exactitude de certaines écritures comptables. Les résultats éventuels de ces différents contrôles sont ajoutés à certaines rubriques du tableau. Ces corrections sont indispensables pour assurer l'équilibre global entre les ressources et leurs emplois au terme de l'exercice comptable.

La liste des équations de contrôle est présentée ci-après. Le résultat de chaque contrôle est repris sous une rubrique fictive A (rubriques  $A_1$  à  $A_{11}$ ). Ces rubriques sont intégrées dans la définition des postes du tableau de ressources et emplois.

### 2.1 Contrôles relatifs aux amortissements et aux réductions de valeur

Seules les dotations d'amortissements et de réductions de valeur actées au compte de résultats (rubrique 630) peuvent être comparées à celles reprises à l'annexe :

$$A_1 = (8079 + 8279) - 630$$

Les amortissements inscrits à l'annexe tiennent compte des amortissements exceptionnels mais ne reprennent pas les amortissements sur frais d'établissement. Comme les amortissements intégrés aux ressources internes disponibles sont ajustés aux montants indiqués à l'annexe, ceux actés sur frais d'établissement ne figurent plus, après corrections, dans les ressources internes.

### 2.2 Variation des rubriques des capitaux propres au bilan qui n'apparaissent pas au compte de résultats ou à l'annexe

– Différence entre la variation du compte de passif «Résultat reporté» et l'évolution correspondante indiquée au tableau des affectations et prélèvements du compte de résultats :

$$A_2 = (14P - 14 \$)$$

– Différence entre la variation des réserves au bilan et au compte de résultats (hormis les prélèvements sur les réserves non immunisées) :

$$A_3 = (13 - 13 \$) - (6920 + 6921 + 689 - 789)$$

La comparaison entre l'évolution des réserves au passif et les dotations correspondantes au compte de résultats ne tient pas compte d'éventuels prélèvements. En conséquence, les réserves intégrées aux ressources internes ne reprennent que les dotations diminuées des éventuels prélèvements sur réserves immunisées (789) ; les autres prélèvements apparaissent en ressources dans la composition des ressources externes (prélèvements sur les capitaux propres, 791/2).

– La variation des provisions et impôts différés au bilan ne peut être comparée qu'aux seules dotations reprises au compte de résultats :

$$A_4 = (16 - 16 \$) - (635/7 + 680 - 780 + 656)$$

Des tests effectués, il ressort que, même incomplet, ce contrôle est utile en raison des nombreuses augmentations de provisions au passif dont la contrepartie figure, au compte de résultats, dans une rubrique autre que celle relative aux dotations de provisions (amortissements, autres charges, ...).

– Transferts de plus-values :

$$A_5 = (12 - 12 \$) - (8219 - 8239 + 8249 + 8415 - 8435 + 8445)$$

– Montant à ajouter aux ressources internes disponibles :

$$A_6 = A_2 + A_3 + A_4 + A_5$$

Les remarques précitées affectent donc principalement le calcul des ressources internes disponibles dont les principales différences par rapport à celles calculées pour les modèles complets résident :

- dans les plus-values nettes réalisées qui y sont ajoutées ;
- dans les prélèvements sur les réserves (non immunisées) et les amortissements sur frais d'établissement, d'une part, et dans les différences entre les reprises d'amortissement et de réduction de valeur indiquées à l'annexe et celles mentionnées au compte de résultats ( $C_1 + C_2$ ), d'autre part, qui n'y figurent pas.

### 2.3 Différence, à la clôture de l'exercice précédent, entre la valeur des immobilisations qui figure au bilan et celle reprise à l'annexe

Cet écart résulte d'opérations de fusions, de scissions, d'absorptions ou de filialisations qui sont intervenues au cours de l'exercice ; il est ajouté à (ou déduit de) la valeur d'acquisition des actifs immobilisés.

- Immobilisations incorporelles :  $A_7 = 8059P - 8129P - 21 \$$
- Immobilisations corporelles :  $A_8 = 8199P + 8259P - 8329P - 22/27 \$$
- Immobilisations financières :  $A_9 = 8395P + 8455P - 8525P - 8555P - 28 \$$

### 2.4 Transferts entre rubriques du bilan concernant les immobilisations non financières<sup>(1)</sup>

- Immobilisations incorporelles :  $A_{10} = 8049 - 8119$
- Immobilisations corporelles :  $A_{11} = 8189 - 8319$

(1) Le transfert d'immobilisations financières vers d'autres placements de trésorerie ou l'inverse, est repris explicitement dans les investissements financiers à long terme.

---

Nombre de mois de l'exercice

Valeur ajoutée .....	R101	9900
- Frais de personnel .....	R102	- (62)
- Autres charges d'exploitation .....	R103	- (640/8 + 649)
<b>Résultat brut d'exploitation</b> .....	R104	9900 - 62 - 640/8 - 649
+ Produits financiers .....	R105	75 - 9125
+ Autres produits exceptionnels .....	R106	76 - (8089 + 8289 + 8485)
+ Intervention d'associés dans la perte .....	R107	794
- Charges financières .....	R108	- (65 - 656)
- Réductions de valeur sur actifs circulants .....	R109	- (631/4)
- Autres charges exceptionnelles .....	R110	- (66 - 8475)
- Impôts sur le résultat .....	R111	- (67/77)
- Bénéfice à distribuer .....	R112	- (694/6)
± Ajustements comptables <sup>(1)</sup> .....	R113	A1 + A6
<b>Ressources internes disponibles</b> (capacité d'autofinancement) .....	R114	9900 - 62 - 631/4 - 640/8 - 649 + (75 - 9125) - 65 + 656 + 76 - 8089 - 8289 - 8485 - 66 + 8475 - 67/77 + 794 - 694/6 + A1 + A6

---

(1) Redressements apportés afin de rétablir la cohérence entre l'évolution du compte de résultats et celle des capitaux propres au bilan. Ces modifications sont reprises au sein des rubriques fictives A1 à A11.

---

<b>Ressources internes disponibles</b>	<b>R201</b>	<b>R114</b>
+ Subsidés reçus en capital .....	R202	15 – 15 \$ + 9125
– Investissements incorporels et corporels nets .....	– R203	– (R204 – R205)
<i>Acquisitions</i> .....	R204	20 – 20 \$ + 8029 – 8099 + 8169 + 8229 – 8299 + A7 + A8
<i>Cessions</i> .....	R205	8039 – 8109 – A10 + 8179 – 8309 – A11
– Augmentation (+ diminution) des actifs nets d'exploitation .....	– R206	– [(c1) – (c2)]
<i>Variation des actifs non financiers à court terme</i> .....	(c1)	(3 + 40/41 + 490/1) – (3 \$ + 40/41 \$ + 490/1 \$)
<i>Variation des passifs non financiers à court terme</i> .....	(c2)	(44 + 45 + 46 + 47/48 + 492/3) – (44 \$ + 45 \$ + 46 \$ + 47/48 \$ + 492/3 \$)
<b>Capacité (+) ou besoin (–) de financement</b> .....	<b>R207</b>	<b>R201 + R202 – R203 – R206</b>
– Investissements financiers à long terme .....	– R208	– [(b1) + (b2) – (b3)]
<i>Acquisitions d'immobilisations financières</i> .....	(b1)	8365 + 8386 – 8545 – 8495 + 8425 + A9
<i>Variation des créances à plus d'un an</i> .....	(b2)	29 – 29 \$
<i>Cessions d'immobilisations financières</i> .....	(b3)	8375 – 8505 – 8385 + 8515
– Augmentation (+ diminution) des avoirs de trésorerie .....	– R209	– (50/53 – 50/53 \$ + 54/58 – 54/58 \$)
<b>Total à financer (–) [ou excédent total (+)]</b> .....	<b>R210</b>	<b>R207 – R208 – R209</b>
<b>Ressources externes</b>		
Variation du capital et des primes d'émission .....	R211	10 – 10 \$ + 11 – 11 \$ + 791/2 – 691
Variation de l'endettement à long terme .....	R212	17 – 17 \$
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit ...	R213	172/3 – 172/3 \$
Variation de l'endettement financier à court terme .....	R214	43 – 43 \$ + 42 – 42 \$
dont: variation des dettes vis-à-vis des établissements de crédit ...	R215	430/8 – 430/8 \$
<b>Total des ressources financières externes</b> .....	<b>R216</b>	<b>R211 + R212 + R214</b>

## Annexe II : Regroupements par branche d'activité

### REGROUPEMENTS PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	Divisions NACE-BEL 2008
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>10-33</b>
dont:	
Industries agricoles et alimentaires .....	10-12
Textiles, vêtements et chaussures .....	13-15
Bois, papier et imprimerie .....	16-18
Industries chimiques et pharmaceutiques .....	20-21
Métallurgie et travail des métaux .....	24-25
Fabrications métalliques .....	26-30
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>01-09, 35-82, 85.5 et 9<sup>(1)</sup></b>
dont:	
Commerce .....	45-47
Transport et entreposage .....	49-53
Hébergement et restauration .....	55-56
Information et communication .....	58-63
Activités immobilières .....	68
Autres activités de services .....	69-82
Énergie, eau et déchets .....	35-39
Construction .....	41-43

(1) Excepté 64, 65, 701, 75, 94, 98 et 99.

# Summaries of articles

## The Belgian economy in global value chains. An exploratory analysis

Data on global value chains are shedding new light on foreign trade. Since exports largely rely on intermediate imports, breaking up exports into foreign and domestic value-added contents allows for a more comprehensive understanding of the foreign trade and the national accounts statistics. After describing the conceptual framework, the paper presents some exploratory findings on the Belgian economy. Most notably, it stresses that re-exportations of merchandise and the value added content provided by service sectors are of great importance for industrial exports. The analysis also makes it possible to better identify the initial origin of inputs used in goods manufactured for export as well as the goods' final destination.

JEL codes: F10, F23, F60

Key words: global value chains, exports, globalization

## Decoupled and resilient? The changing role of emerging market economies in an interconnected world

For the last two or three decades, the global economy has been going through an extraordinary transition phase. This period has been marked by stronger integration among economies, fuelled by falling trade and communication costs, but above all by the rising prominence of emerging market and developing economies (EMDE), which as a group have enjoyed persistently higher growth than advanced economies (AE) and have shown greater resilience than in the past. This performance has to a large extent resulted from the use of better policy frameworks and institutions as well as the ability to implement counter-cyclical economic policies. While EMDEs were certainly not spared from the 2008/2009 global financial crisis, these features have helped them to limit its adverse impact and handle the crisis better than similar events in the past. Furthermore, and despite some regional exceptions, EMDEs generally bounced back more rapidly and vigorously from the Great Recession than AEs. The article shows how EMDEs' growing weight in the global economy and the multiplication of their connections with other parts of the world have reshaped the global economic landscape. It illustrates how the one-directional influence of AEs on EMDEs' business cycles has gradually diminished. While this does not imply full decoupling, it nevertheless suggests that the interdependence between EMDEs and AEs is becoming increasingly two-sided.

JEL codes: E32, F02, F41, F42

Key words: globalization, business cycles, decoupling, emerging economies, resilience

## Structure and distribution of household wealth : An analysis based on the HFCS

The total financial wealth of households can be deduced from the financial accounts, and their total real wealth can be assessed on the basis of estimates of property ownership and property prices. However, these macro-economic information sources reveal little about the distribution of wealth among households. That requires micro-economic survey data. The Household Finance and Consumption Survey (HFCS) comprises that type of micro-economic data. The article uses the processed results of the first wave of that survey to analyse the structure and distribution of household wealth. Regarding household assets, we find wide international variations in home ownership. There is a low level of participation in most financial assets (other than deposits), except for the wealthiest households. In regard to debt, the author finds a relatively low percentage of households with debts in the euro area, but once again there are considerable international variations. If all assets and debts are taken into account, the wealth of Belgian households is substantial by international standards. Net wealth seems to be more unevenly distributed than income. Here, too, there are considerable variations between euro area countries. Real assets and mortgage debts play a significant role in this respect. The HFCS is a rich and – certainly for Belgium – reliable statistical source with a great deal of new information on household finances in the broad sense. The micro-economic statistics provided by the HFCS are suitable mainly for structural analyses, but the macro-economic data are useful for global analyses.

JEL codes: D14, D31

Key words: household finance, household survey, wealth

## Causes and implications of the low level of the risk-free interest rate

In most advanced economies, risk-free interest rates – i.e. the rates applicable to assets with minimal credit risk – have fallen to historically low levels over the recent period, in both nominal and real terms. These interest rates are particularly important because they serve as the basis for pricing other interest rates in the economy. The article looks at the current level of nominal and real risk-free interest rates in a historical perspective. Next, on the basis of an analytical framework of interest rate determinants, it describes the main factors behind the developments in risk-free interest rates in the United States and in the euro area since 1990. It then discusses how a low interest rate environment helps to safeguard macroeconomic stability – and hence price stability – but also deals with the potential risks for financial stability that such an environment may imply. Finally, it considers two specific interest rate risks in more detail. In particular, it illustrates the challenges which persistently low interest rates present for the insurance sector and for pension funds, as well as the risks stemming from a sudden rise in interest rates.

JEL codes: E43, E44, E52, E58

Key words: risk-free interest rate, monetary policy, macroeconomic stability, financial stability, Euro area, United States

## Company financing in Belgium – Analysis using supply and use tables

The issue of how companies are financed, notably small companies, has been a recurring topic in the news and in numerous surveys and studies. It is especially relevant in the wake of the recent financial crisis.

By using a table of aggregate receipts and expenditures developed by the Central Balance Sheet Office for individual companies, the article describes the characteristics of companies with a



financing need at the end of their financial year and the reason for the need. Statistics are broken down by company size, sector and region. The article then looks at the external resources used to meet those financing needs and finds, notably, an increase in equity financing among small companies in recent years. The analysis is supported by various statistics supplied by the Central Corporate Credit Register and by recent qualitative studies.

JEL codes: G32, M49

Key words: corporate finance, financial crisis, accounting data

# Abstracts from the Working Papers series

## 242. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2011, by Cl. Mathys, July 2013

The Flemish maritime ports (Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge), the Autonomous Port of Liège and the port of Brussels play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centers facilitating the commodity flow.

The paper provides an extensive overview of the economic importance and development of these ports for the period 2006-2011, with an emphasis on 2011. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, it also provides some information based on a few cargo statistics, the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole.

After the upturn in 2010, maritime cargo traffic in the Flemish ports continued to rise, albeit at a slower pace in 2011. Direct value added declined in the four ports in Flanders as a whole. Both maritime and non-maritime clusters as a whole were down. The value added of the non-maritime clusters in each port declined, while in the maritime cluster, the port of Antwerp was the only one to register a steep drop. Direct employment in the Flemish ports as a whole declined during 2011: this is true of both the maritime and non-maritime cluster. Investment contracted in all the Flemish ports in 2011.

The volume of cargo handled in the ports of Liège and Brussels increased in 2011. Direct value added rose in both clusters in Liège as in Zeebrugge but only in the maritime clusters in Brussels. As for Ghent employment increased in both clusters in Brussels but only in the non-maritime cluster in Liège. After falling in 2010, investment picked up again in 2011 in both clusters in Liège, while the drop recorded in Brussels since 2009 continued throughout 2011.

# Signes conventionnels

p.m.            pour mémoire

# Liste des abréviations

## Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
LT	Lituanie
LV	Lettonie
HU	Hongrie
NO	Norvège
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
UE27	Union européenne, à l'exclusion de la Croatie

BR	Brésil
CN	Chine
HK	Hong Kong
IN	Inde
JP	Japon
MX	Mexique
RU	Fédération de Russie
SA	Afrique du Sud
SG	Singapour
TR	Turquie
US	États-Unis

### Autres

ALC	Amérique latine et Caraïbes
ASS	Afrique subsaharienne
BAoD	Banque asiatique de développement
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BIS	Bank for International Settlements
BLS	Bank Lending Survey
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
BRIC	Brésil, Russie, Inde et Chine
CCE	Centrale des crédits aux entreprises
CeFIP	Centre de connaissance du financement des PME
CEI	Communauté des États indépendants
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
ECB	European Central Bank
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
FFTR	Federal Funds Target Rate
GVC	Global Value Chains
GSE	Government-Sponsored Enterprise
GTAP	Global Trade Analysis Project
G20	Groupe des vingt
HFCN	Household Finance and Consumption Network
HFCs	Household Finance and Consumption Survey
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissements directs étrangers
IDE-JETRO	Institute of Developing Economies – Japan External Trade Organisation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IT	Information Technology
LSAP	Large-Scale Asset Purchase Program

MBS	Mortgage-backed securities
MEP	Maturity Extension Program
MOAN	Moyen-Orient et Afrique du Nord
MOANAP	Moyen-Orient et Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan
NACE	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
OAA	Organisation pour l'alimentation et l'agriculture
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OMC	Organisation mondiale du commerce
OMT	Opérations monétaires sur titres
PA	Pays avancés
PDA	Pays en développement d'Asie
PECO	Pays d'Europe centrale et orientale
PED	Pays émergents et en développement
PEM	Perspectives de l'économie mondiale
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PPA	Parité de pouvoir d'achat
R&D	Recherche et développement
SHARE	Survey on Health, Ageing and Retirement in Europe
SILC	Statistics on Income and Living Conditions
SMP	Securities Markets Programme
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
VA	Valeur ajoutée
WDI	World Development Indicators
WIOD	World Input-Output Database

Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise : 0203.201.340  
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.bnb.be](http://www.bnb.be)



Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

Banque nationale de Belgique  
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)

© Illustrations : Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page : BNB AG – Prepress & Image  
Publié en septembre 2013

